

wtorek, 30 lipca 2019 | opracowanie cykliczne

## Espresso surowcowe

### Komentarz z rynków surowcowych

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02, Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

#### Rynek energetyczny

Ceny energii na rynku niemieckim pozostawały w ubiegłym tygodniu w okolicach 52 EUR/MWh przy niewielkiej zmienności na cenach węgla i gazu. Wszystko wskazuje, że zatrzymane zostały wzrosty na uprawieniach do emisji, co wydaje się intuicyjne biorąc pod uwagę widoczny w Europie spadek produkcji energii z węgla (-19% w 1H'19). W naszej opinii nadzieje na szybkie wdrożenie nowych mechanizmów windujących ceny CO<sub>2</sub> po ukonstytuowaniu się nowej KE okażą się płonne i wróci temat nadpodaży na tym rynku. W Polsce CDS dla zintegrowanej pionowo elektrowni nadal powoli się podnosi wraz z ceną energii, ale notowania spółek zdają się tę tendencję ignorować.

#### Rynek paliwowy

Marża rafineryjna nadal znajduje się powyżej 7 USD za sprawą mocnych cracków benzynowych i poprawy na dieslu, choć w tym wypadku nie widać jeszcze większego wpływu niskich stanów wody na Renie (zapasy w portach ARA rosną prawdopodobnie z uwagi na obniżone możliwości załadunkowe na barkach). Niekorzystnie wygląda natomiast dyferencjał Ural/Brent, który obecnie wskazuje wartości ujemne (-0,2 USD). Ponownie rośnie także spread Brent/WTI. Kolejny raz odnotowaliśmy spadek marż w petrochemii. Nadal nie widać odwrócenia trendu na rynku gazu.

#### Rynek sody

Ceny sody w Chinach spadły do poziomów 250-260 USD/t, czyli najniżej od początku 2018 r. Uczestnicy rynku komentują, że za spadkami cen stoją włączenia wcześniej modernizowanych fabryk. Z drugiej strony, relatywnie pod presją pozostaje popyt.

#### Rynek metali

W ubiegłym tygodniu inwestorzy spekulacyjni zamykali pozycje krótkie na miedzi (spadek z -32 do -24 tys. sztuk). Mimo tego cenom miedzi nie udało się odnotować znaczących wzrostów cen.

Ceny miedzi i metali szlachetnych rosły przed śródownym posiedzeniem FED, jeśli bank monetarny nie zdecyduje się na luzowanie, to możemy w drugiej części tygodnia zaliczyć spadki cen srebra i miedzi, co byłoby negatywne dla KGHM.

Metalom przemysłowym nie pomaga seria złych danych z Chin (sprzedaż aut w VI spada już 12-sty miesiąc z rzędu: -8% r/r; w VI strumień nowych kredytów wyniósł 1664 mld CNY -10% r/r; import netto miedzi do Chin w VI wyniósł 930 tys. ton -21% r/r).

#### Rynek agro

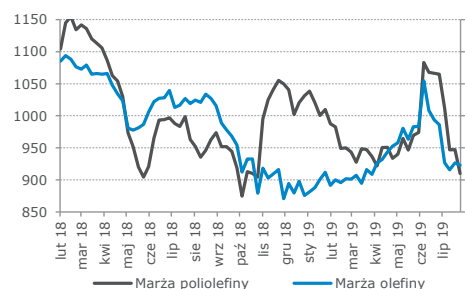
Ceny gazu ziemnego po raz kolejny spadły w okolicę tegorocznych minimów. Niska cena surowca sprzyja marżom generowanym na nawozach saletranych (pozytywnie dla Grupy Azoty).

#### Rynek węgla koksowego

Ceny węgla koksowego na rynkach zamorskich spadły do nieco ponad 170 USD/t, podczas gdy kontrakt w Chinach utrzymuje się na poziomach powyżej 200 USD/t. Ceny koksu w Chinach w ubiegłym tygodniu odnotowały lekkie wzrosty mimo rosnących zapasów w portach. Władze w Chinach w ubiegłym tygodniu poinformowały, że cięcia w produkcji stali w kolejnym sezonie zimowym będą decydowane na szczeblu lokalnym. Dodatkowo, niskoemisyjne huty będą wyłączone z cięć, co powinno się przełożyć na wyższą produkcję i zapotrzebowanie na węgiel koksowy i rudę żelaza.

W Polsce pozytywnie zaskoczył ArcelorMittal, który bezterminowo odłożył zamknięcie wielkiego pieca w Krakowie (informacja pozytywna dla JSW, Stalprodukt, PKP Cargo, a negatywna dla Cognor).

#### Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

#### Zwrot tygodniowy oraz YTD

Spółka	1W	YTD
PCC Rokita	-10,8%	-11%
Ciech	-10,7%	-13%
Enea	-9,2%	-16%
Tauron	-7,8%	-28%
PGE	-6,0%	-11%
Kernel	-2,8%	+1%
JSW	-2,6%	-39%
MOL	-2,5%	+3%
PKN Orlen	-2,2%	-7%
Energa	-2,1%	-17%
Lotos	-2,0%	-2%
Kruszwica	-1,9%	+15%
CEZ	-1,8%	+2%
LW Bogdanka	-1,4%	-27%
KGHM	-0,1%	+9%
Impexmetal	+0,0%	+35%
ZA Puławy	+0,0%	+49%
Boryszew	+0,7%	-5%
ZCh Police	+0,7%	+8%
Astarta	+0,8%	+4%
OMV	+0,9%	+18%
ZE PAK	+1,4%	-6%
PGNiG	+1,5%	-20%
Kęty	+2,4%	+3%
Tarczyński	+2,4%	-3%
Grupa Azoty	+3,3%	+47%
Orzeł Biały	+3,8%	+2%
IMC	+5,8%	+25%
Tupras	+5,8%	+31%
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	-2,1%	+3%
Chemia	-2,0%	+17%
Energia	-5,6%	-13%
Paliwa	-1,3%	-9%
Spożywczy	-1,2%	-1%
Surowce	-0,5%	-3%
Ukraina	-0,1%	+1%
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	-1,3%	+24%
Oil & Gas E&P	-3,2%	+4%
Refining EU	-1,4%	+7%
Refining US	+0,7%	+10%
Agri & Food	+2,6%	+32%
Kauczuki	+0,8%	+8%
Nawozy	-1,0%	+7%
Chemicals EU	+0,3%	+14%
Industrials EU	+1,2%	+24%
Petchem World	-1,7%	-1%
Utilities EU	+0,8%	+20%
Utilities US	+0,1%	+15%

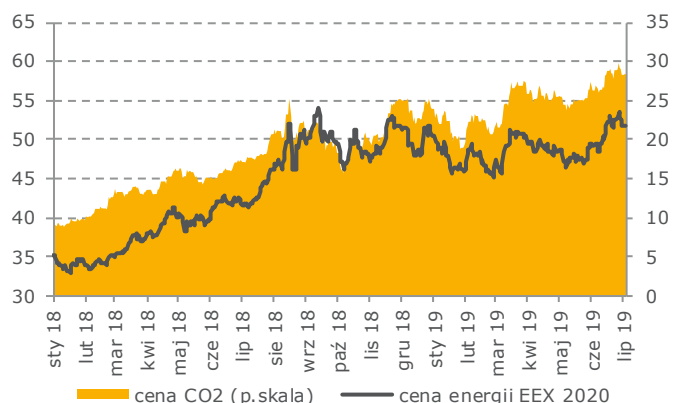
#### Marże petrochemiczne pod presją

Modelowe marże petrochemiczne od kilku tygodni pozostają pod presją i zbliżamy się już do lokalnych minimów z ubiegłego roku. Głównym źródłem tej słabości jest rynek polietylenu, który znajduje się w nadpodaży w związku z oddawanymi do użytku nowymi mocami. Poza aromatami presja na ceny jest jednak widoczna na większości produktów, a dodatkowo „siłę” odzyskała nafta i to pomimo niższych cen ropy.

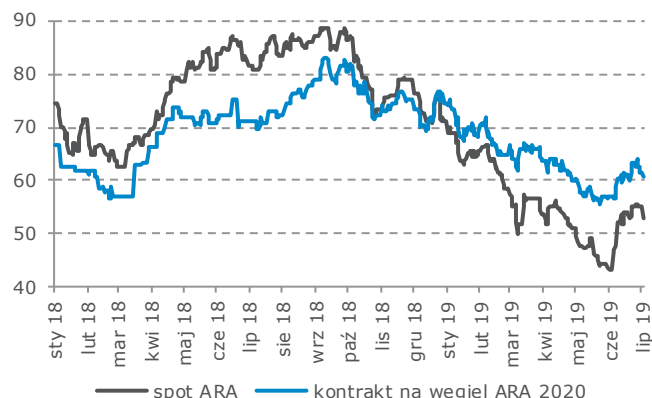


## Energetyka

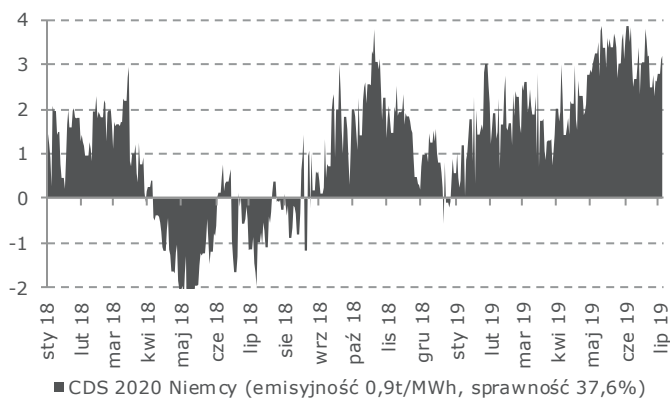
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO<sub>2</sub> (EUR/t)



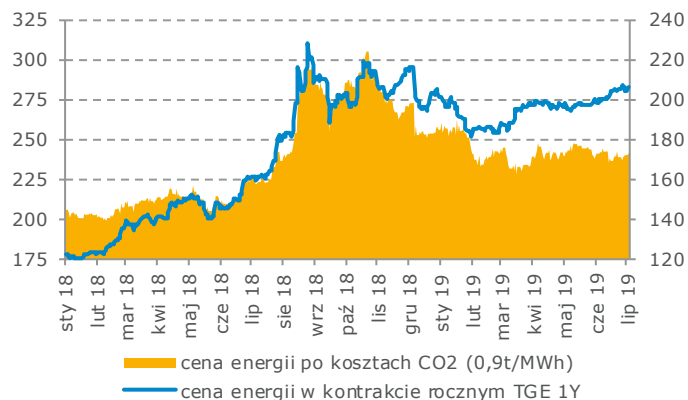
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



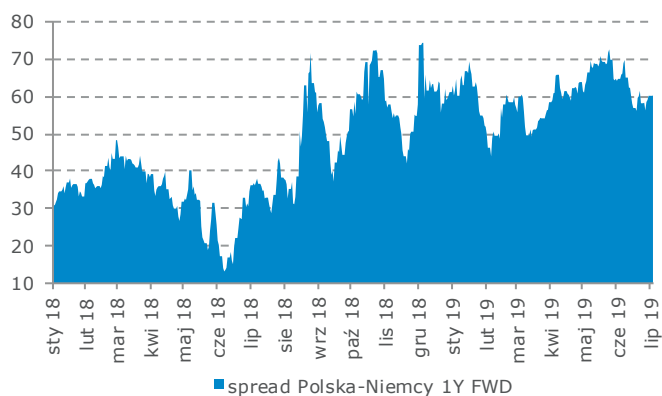
Clean dark spread, rynek niemiecki (EUR/MWh)



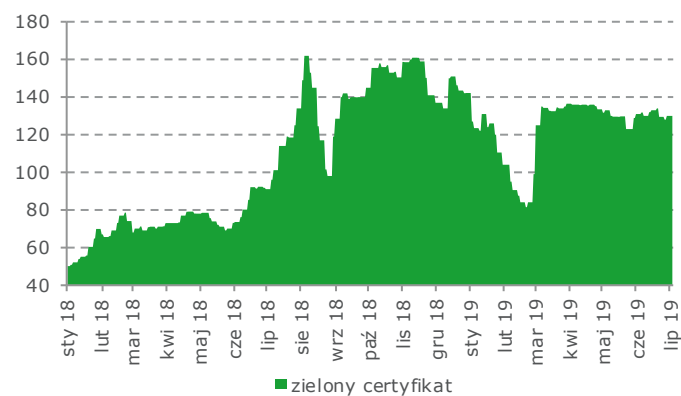
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



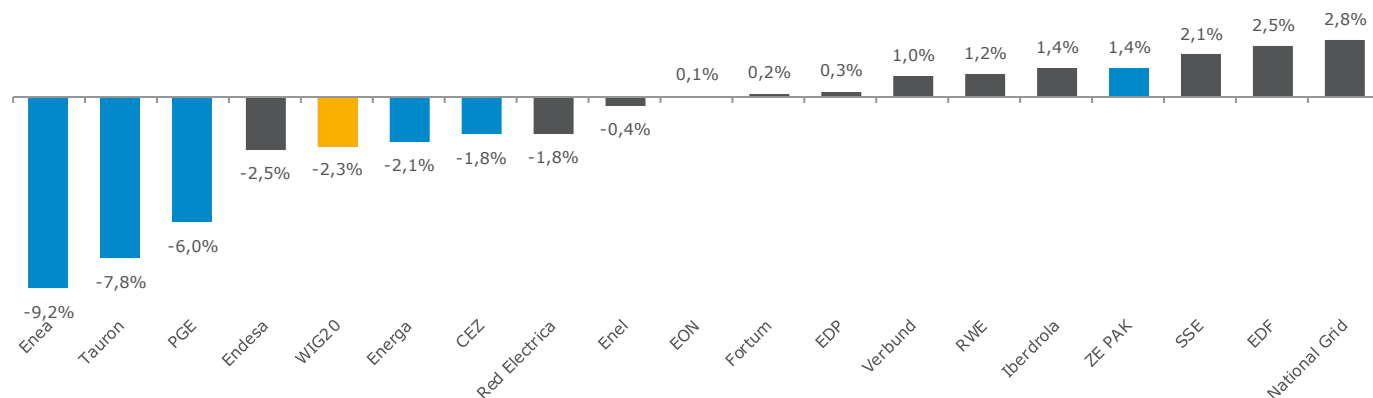
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



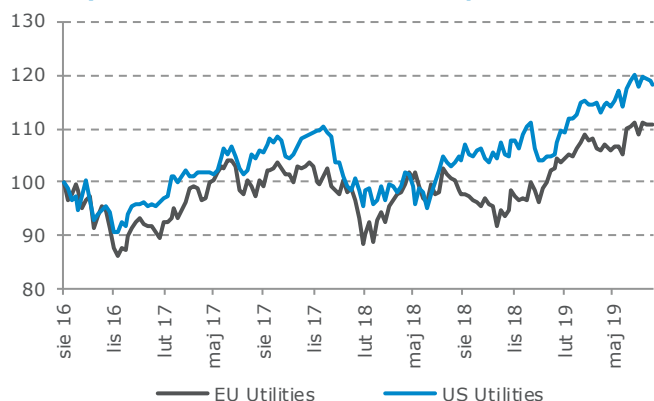
Tygodniowy performance spółek energetycznych



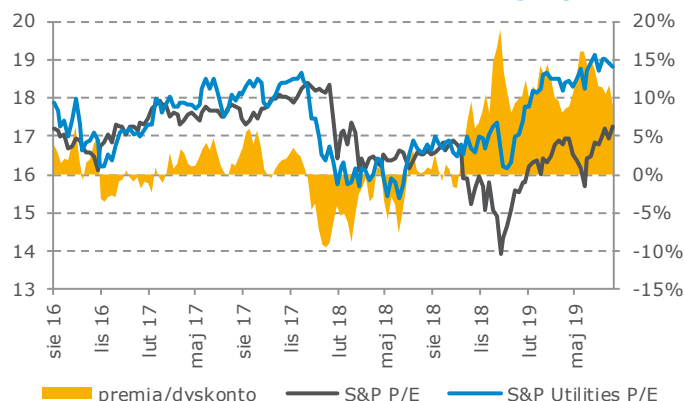
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Energetyka

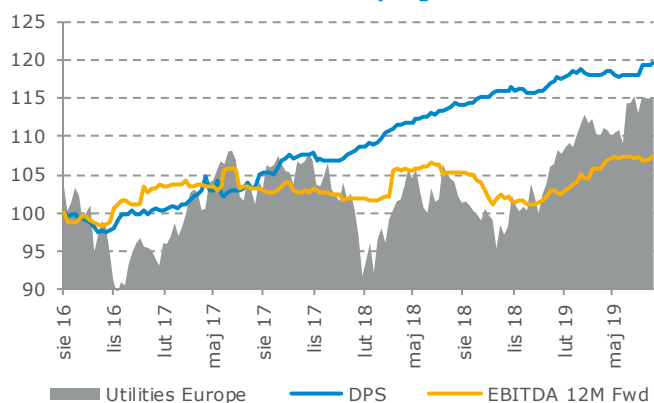
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



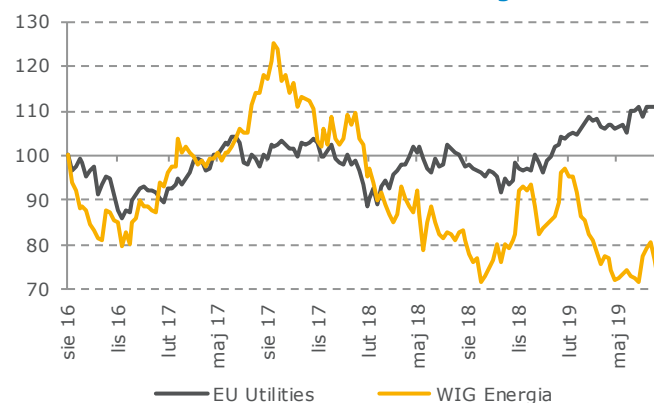
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



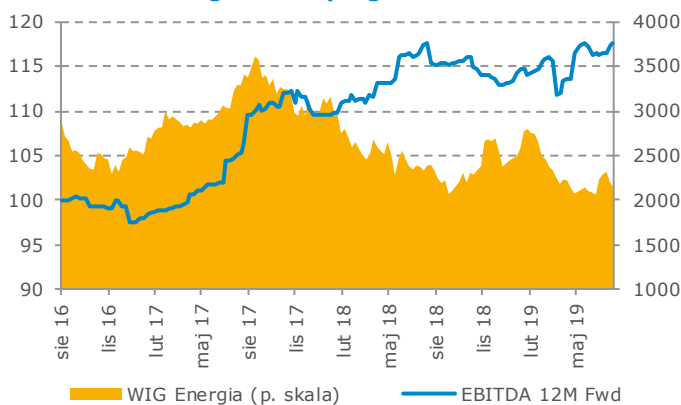
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



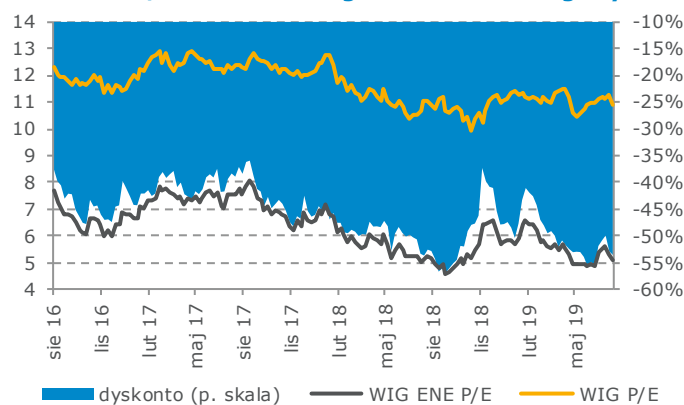
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



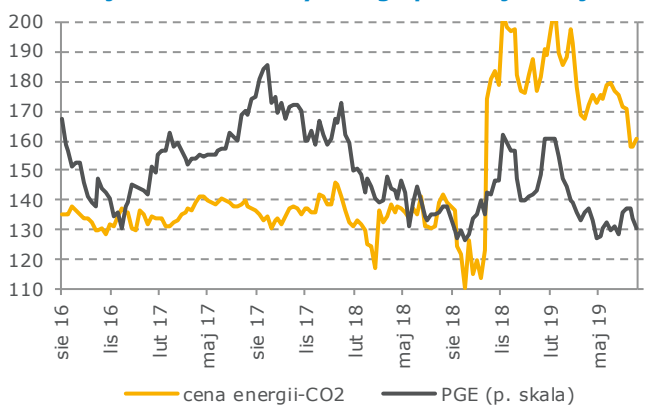
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



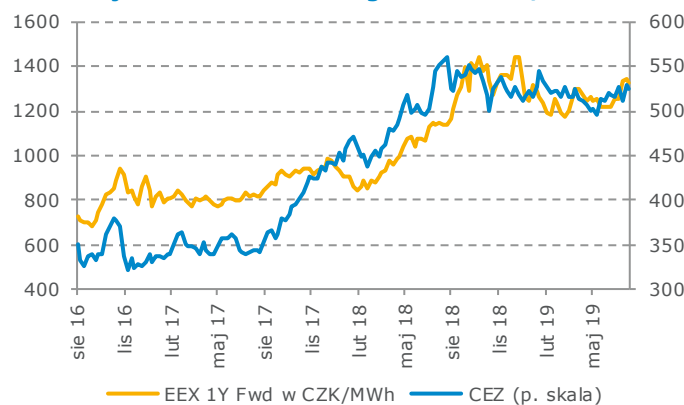
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO<sub>2</sub>



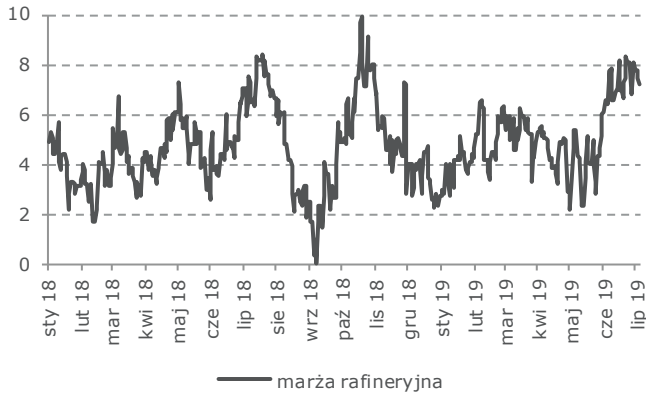
Kurs akcji CEZ na tle cen energii EEX w CZK/MWh



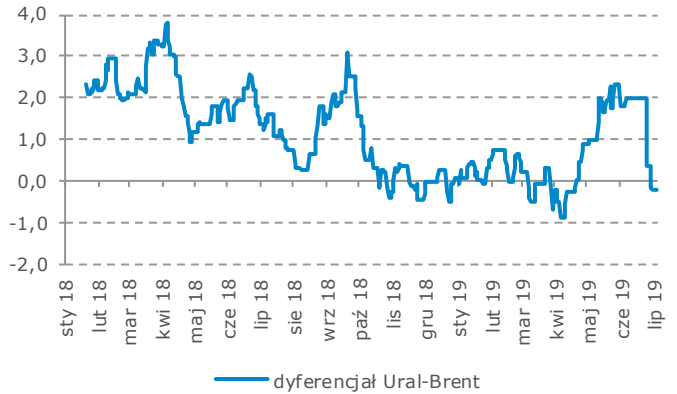
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Paliwa

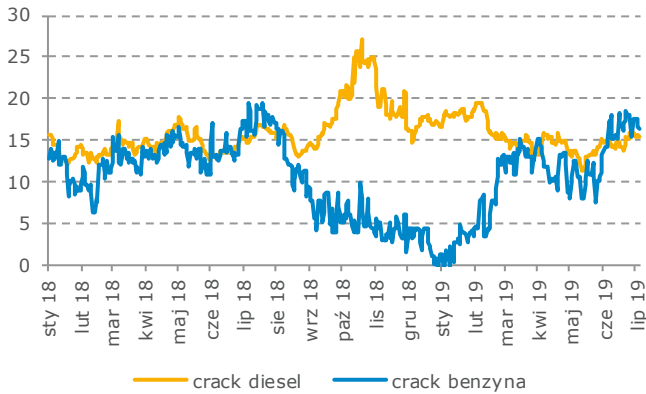
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



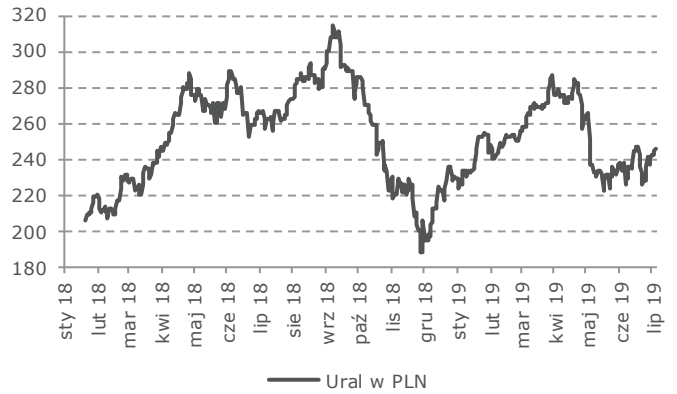
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



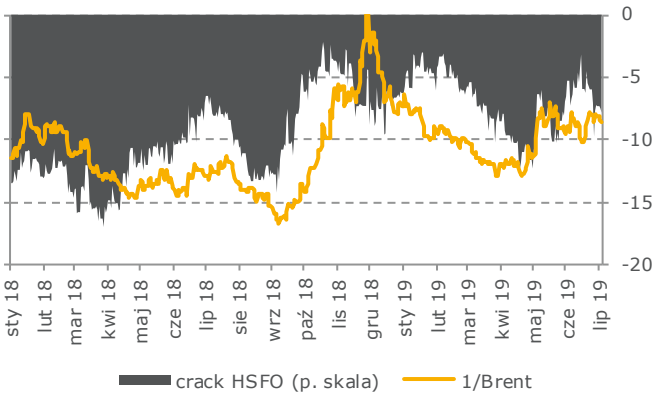
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



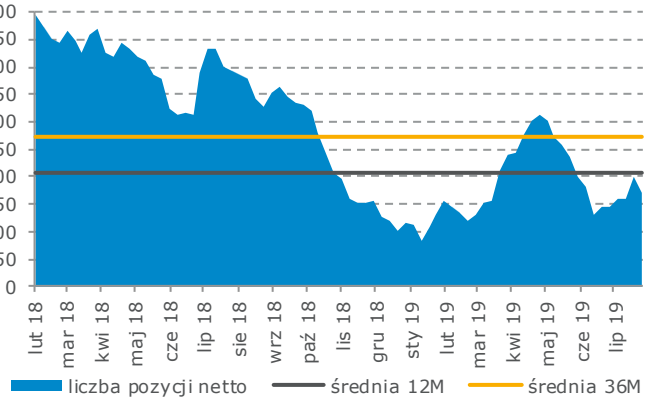
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



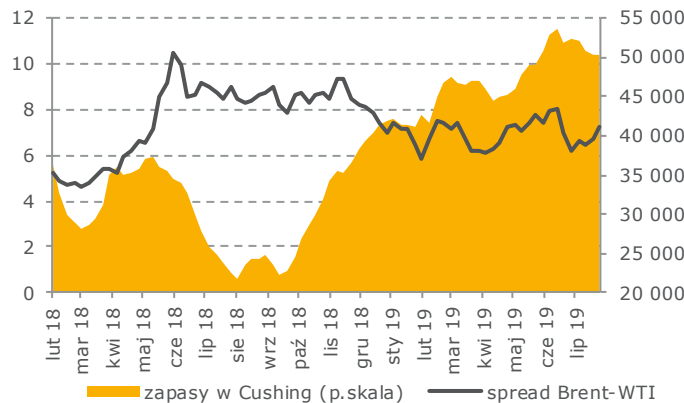
Crack na HSF0 (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



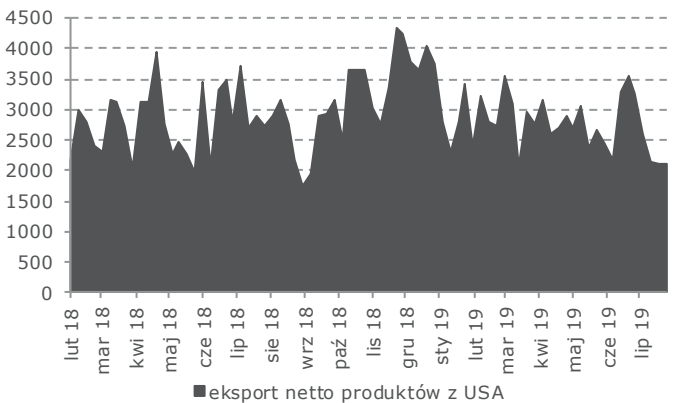
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



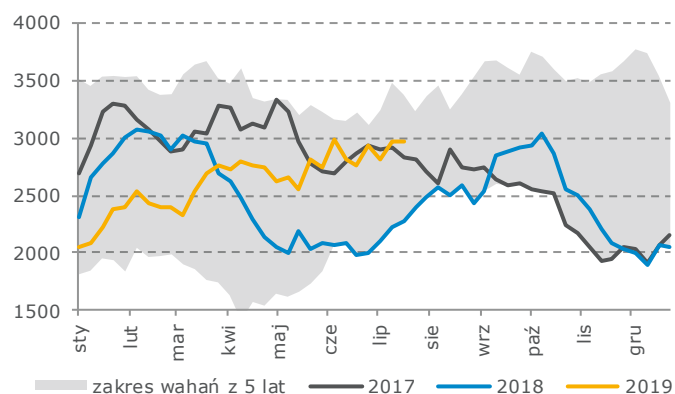
Eksport netto paliw z USA



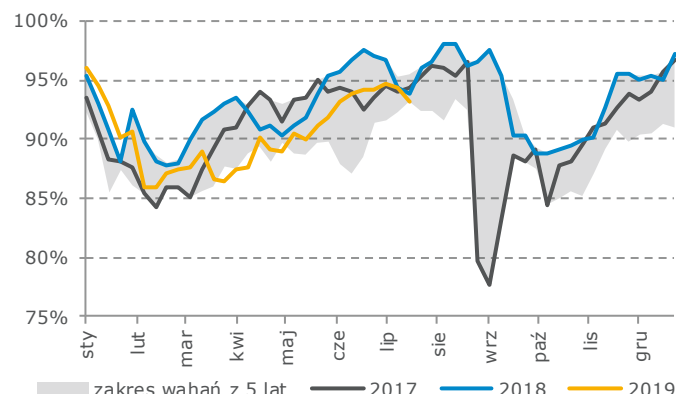
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Paliwa

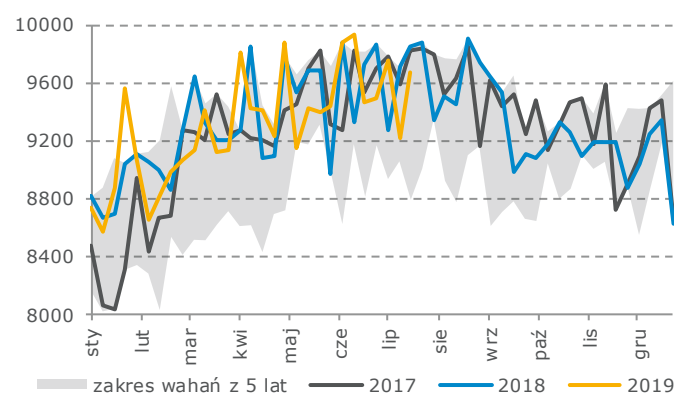
### Zapasy diesla w portach ARA



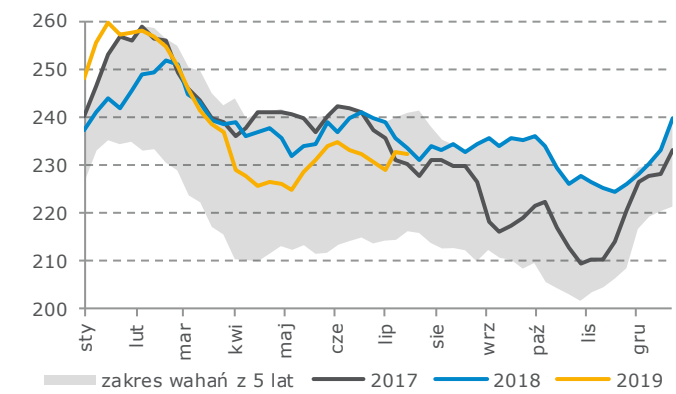
### Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



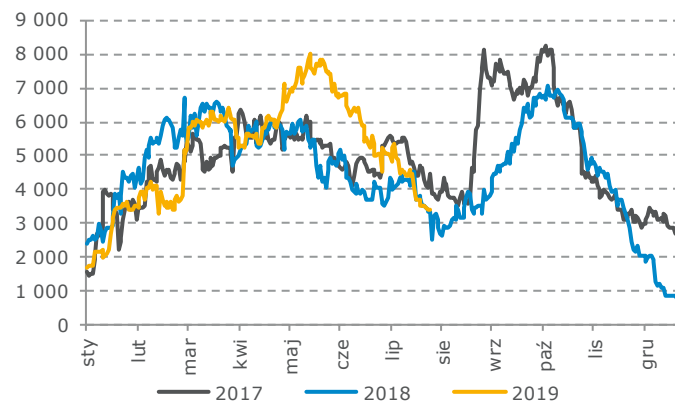
### Popyt na benzynę w USA



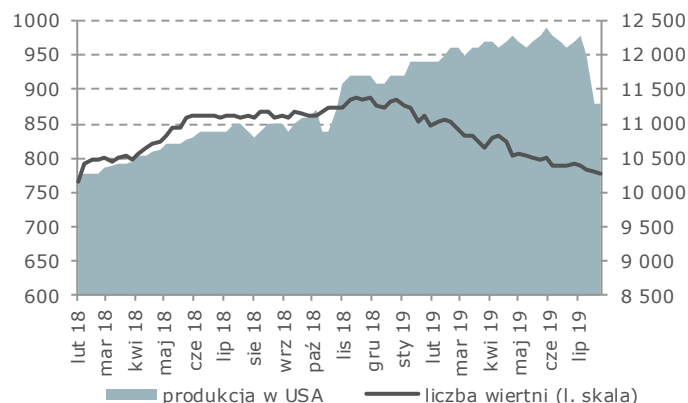
### Zapasy benzyny w USA



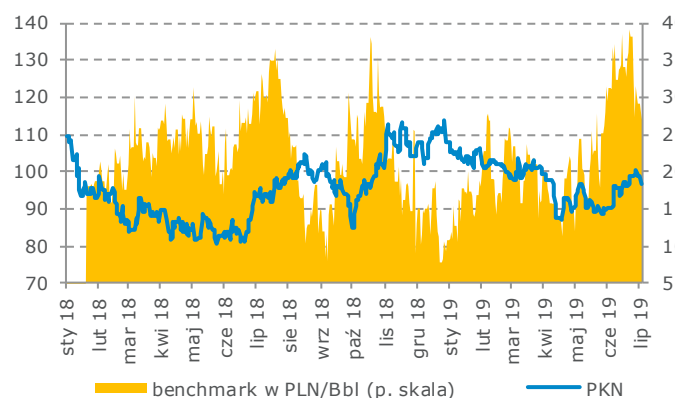
### Globalne przestoje remontowe w rafineriach



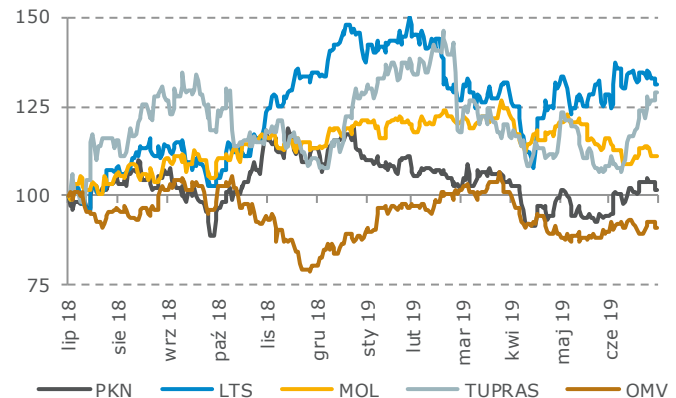
### Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



### PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



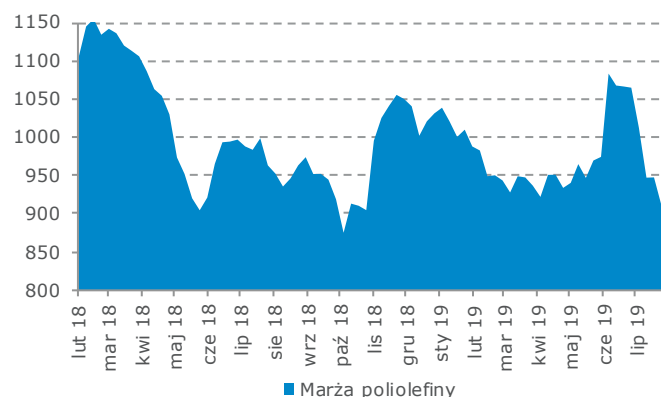
### Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



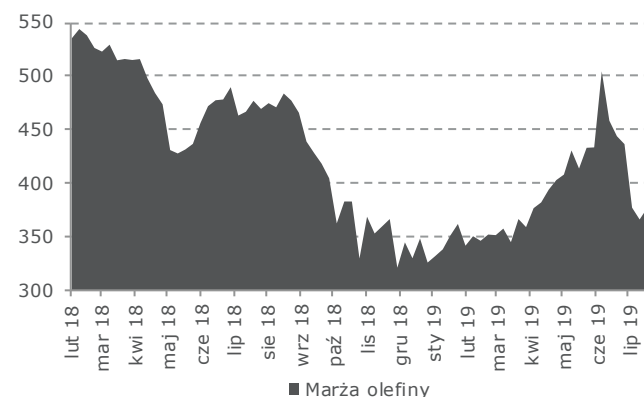
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Petrochemia/Gaz

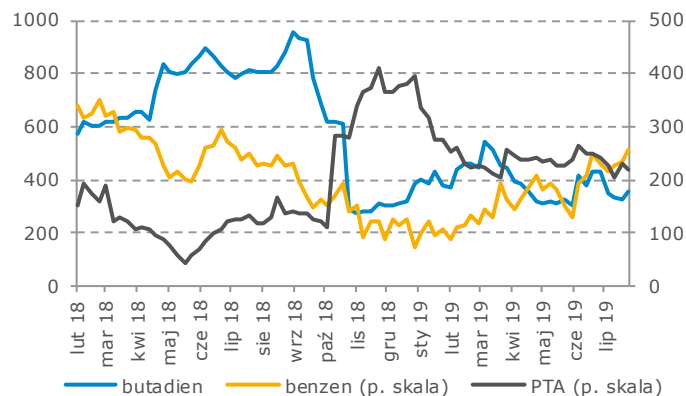
Marża petrochemiczna poliolefiny



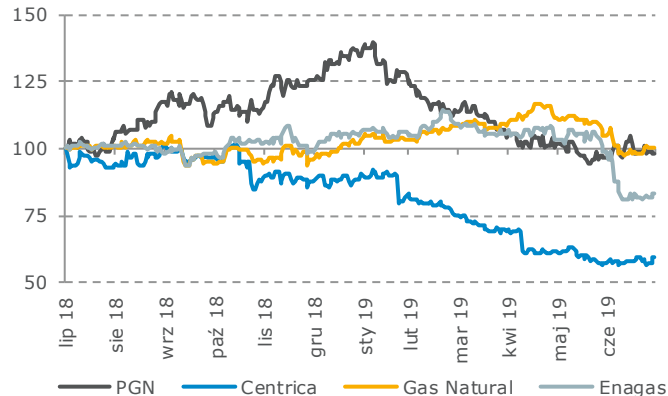
Marża petrochemiczna olefiny



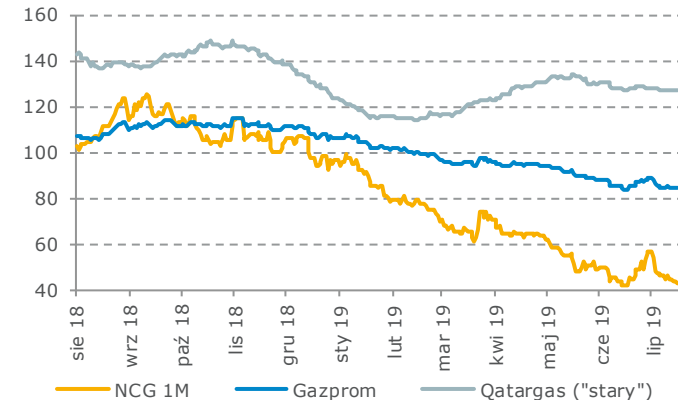
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



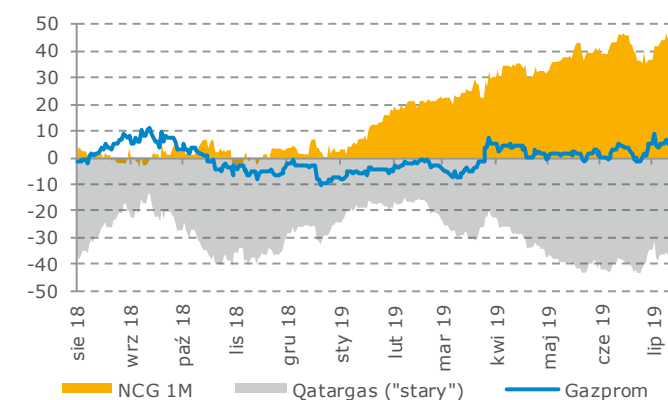
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



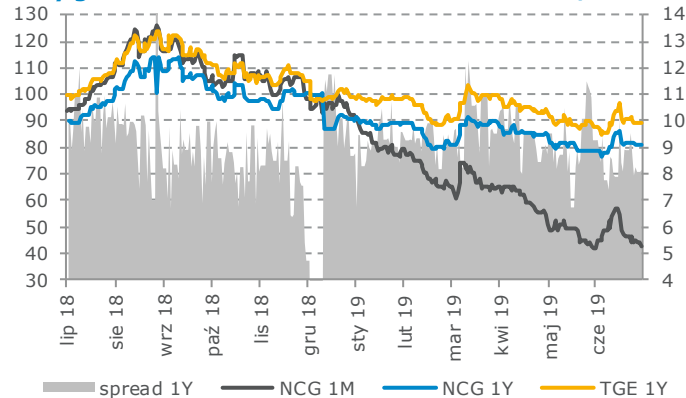
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



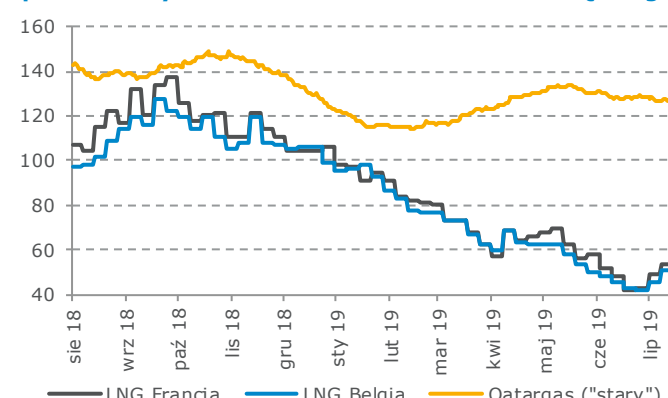
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



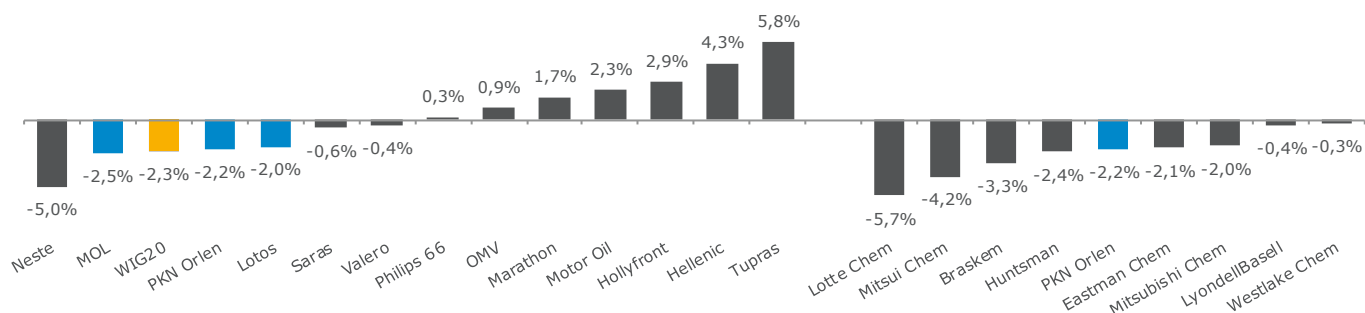
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



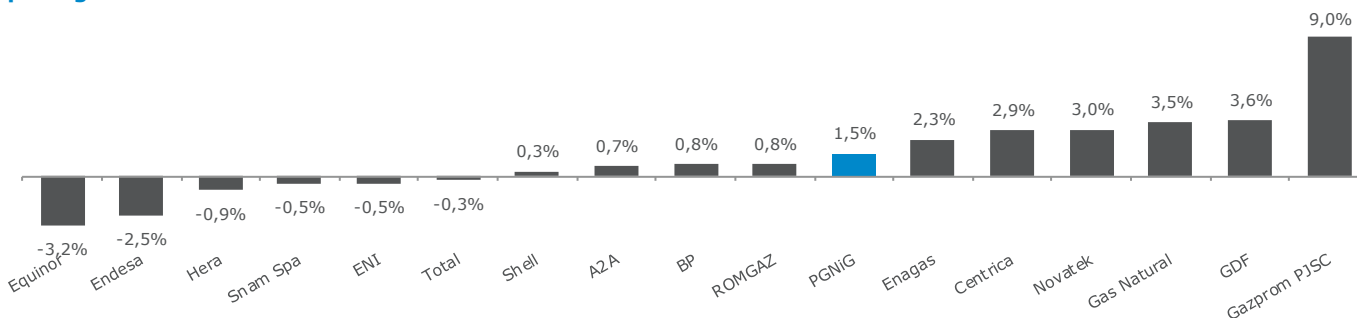
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Tygodniowy performance

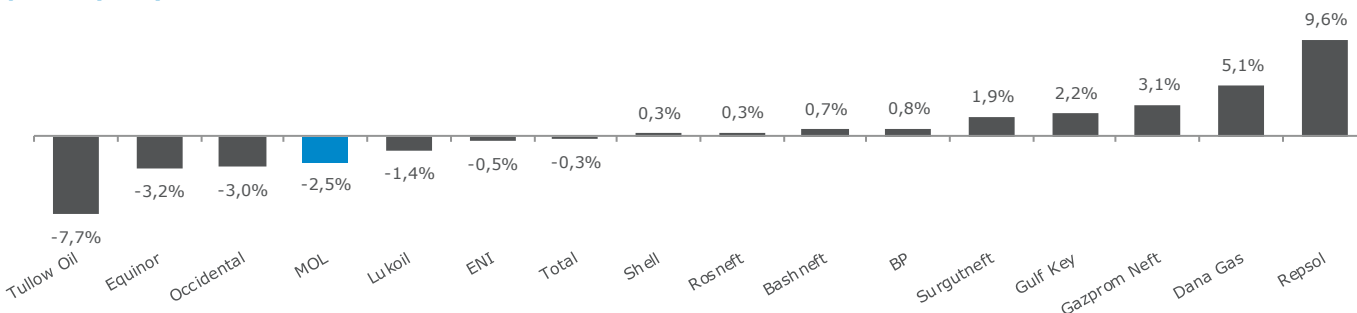
### Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



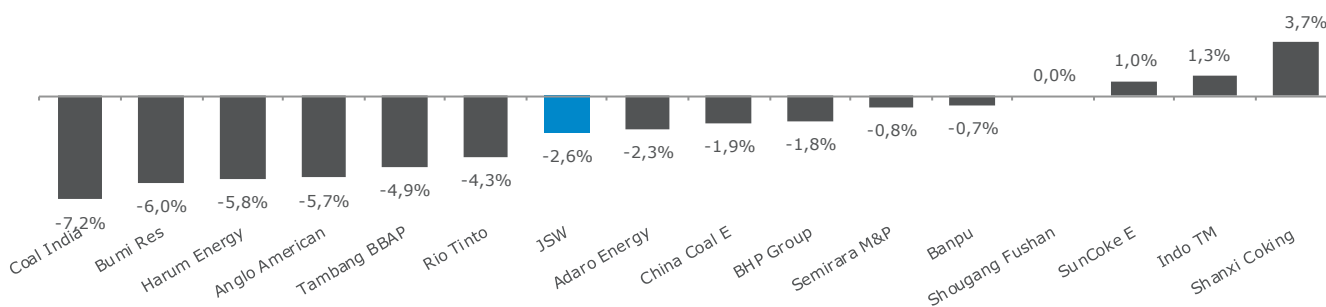
### Spółki gazowe



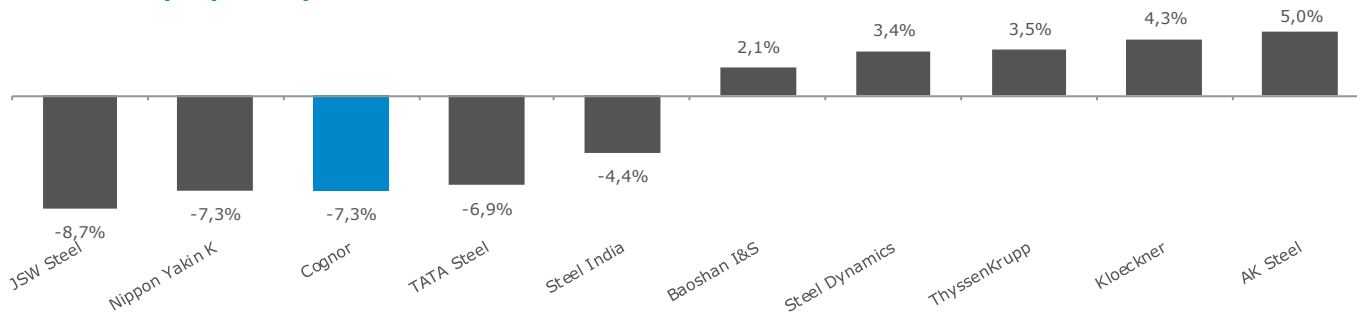
### Spółki wydobywcze



### Producenci węgla



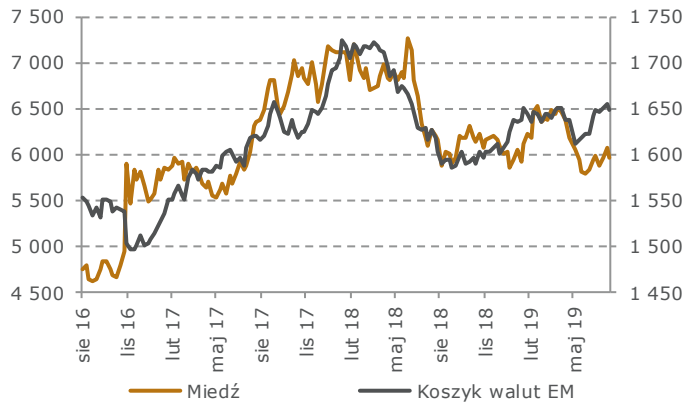
### Producenci i dystrybutorzy stali



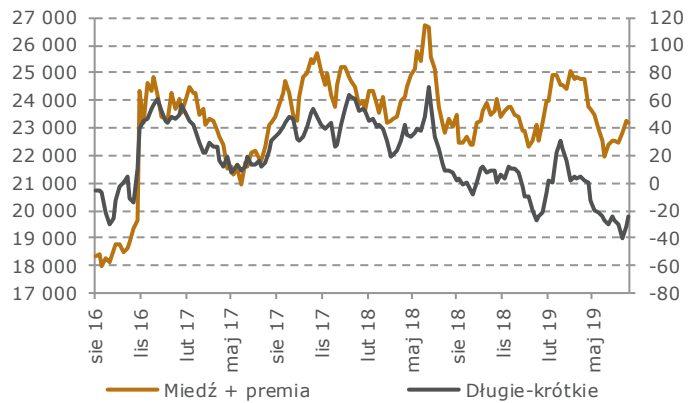
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Surowce (miedź)

Cena miedzi (USD/t) na tle koszyka walut EM (pkt.; PS)



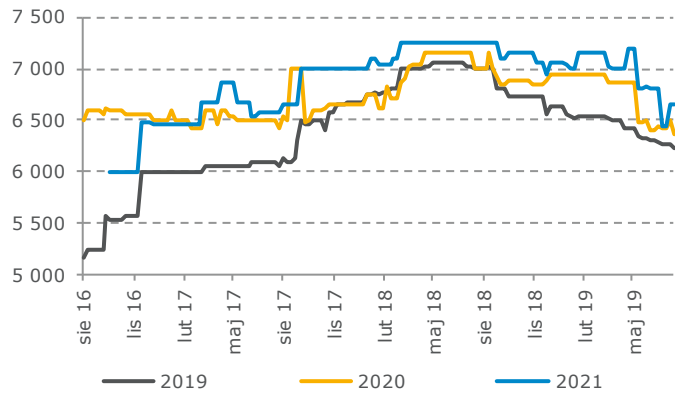
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)



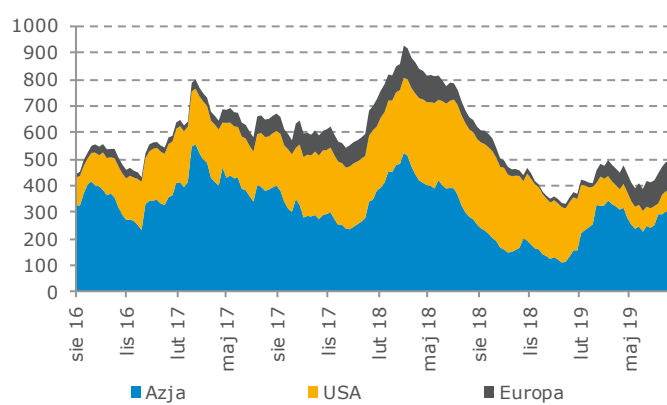
Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (PLN/t)



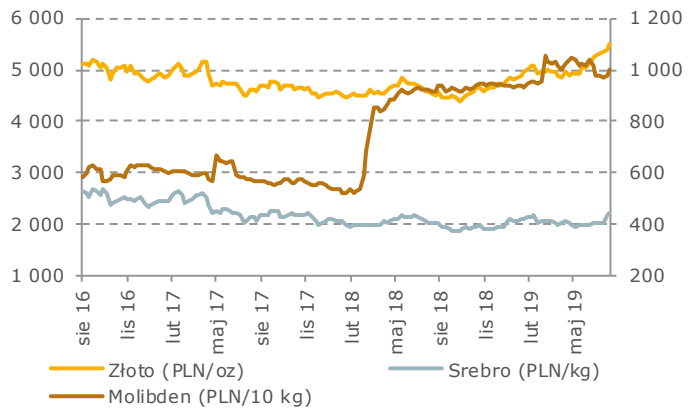
Prognozowana cena miedzi (mediana; USD/t)



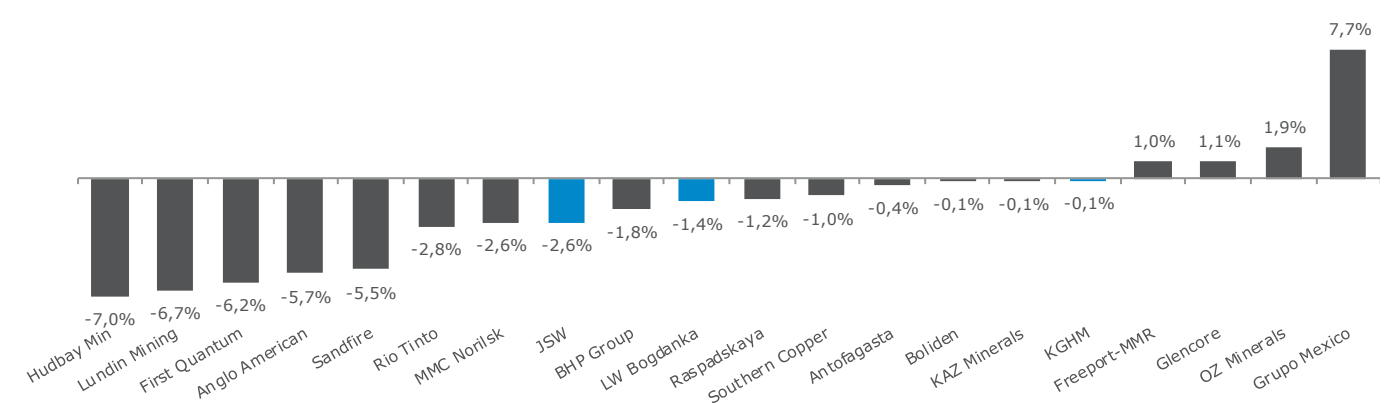
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



Ceny złota (LS), srebra (LS) i molibdenu (PS)



## Tygodniowy performance spółek surowcowych

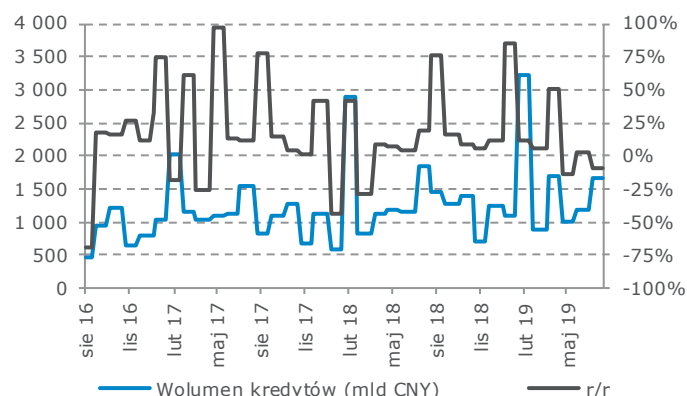


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

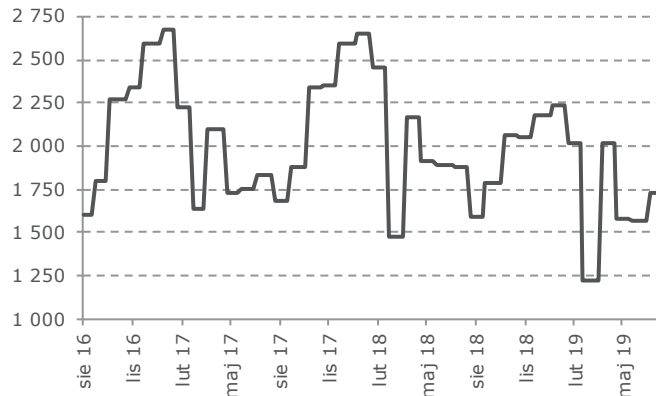


## Surowce (miedź)

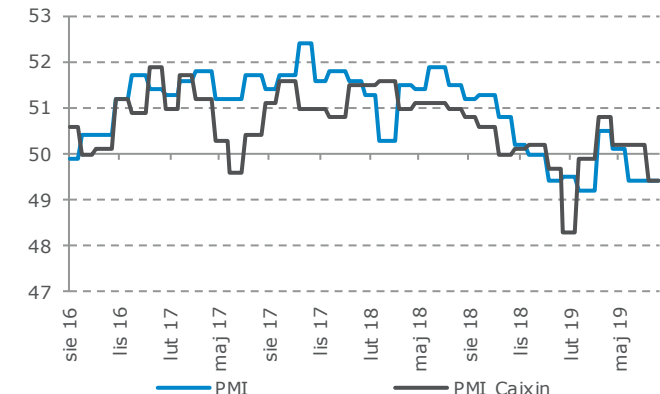
### Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



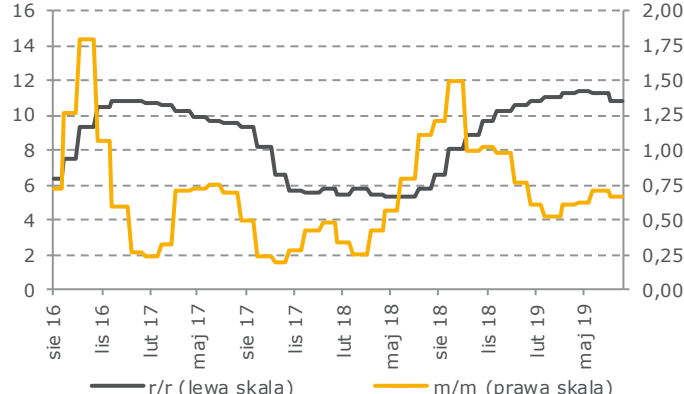
### Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



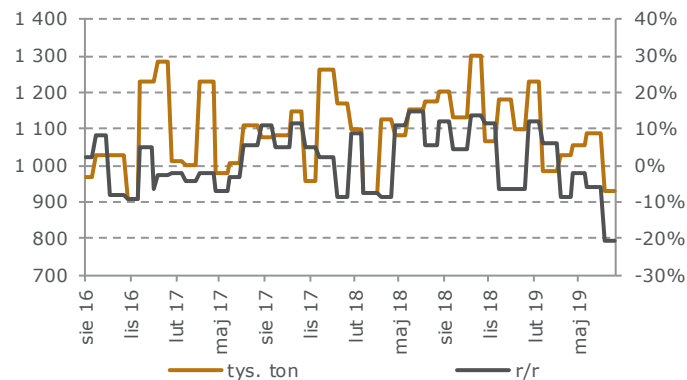
### Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



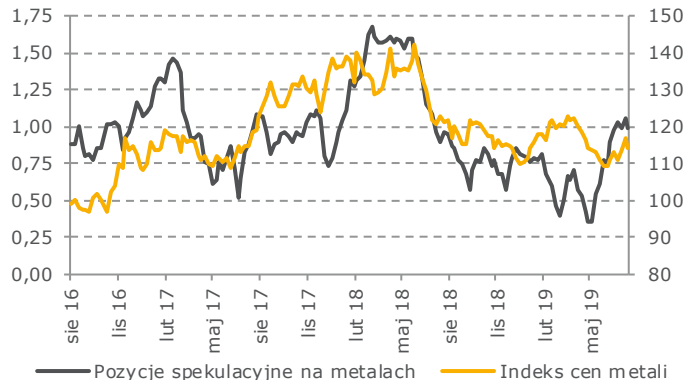
### Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



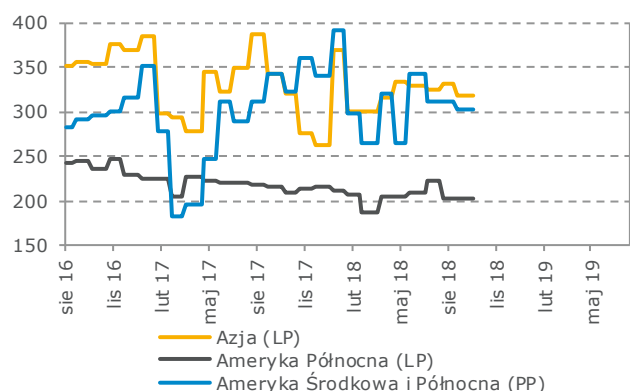
### Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



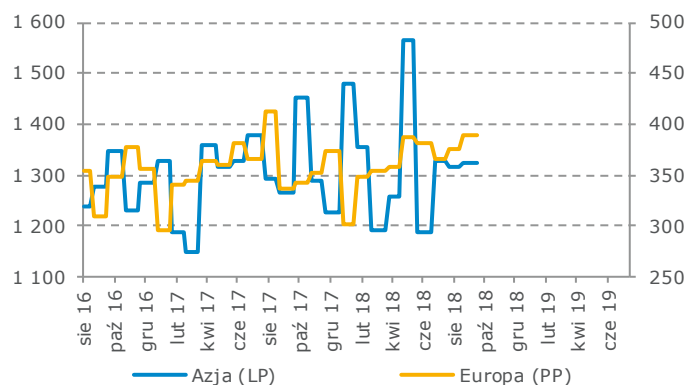
### Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



### Produkcja koncentratu miedzi w Azji, Ameryce Północnej oraz Ameryce Pd-Śr. (tys. ton)



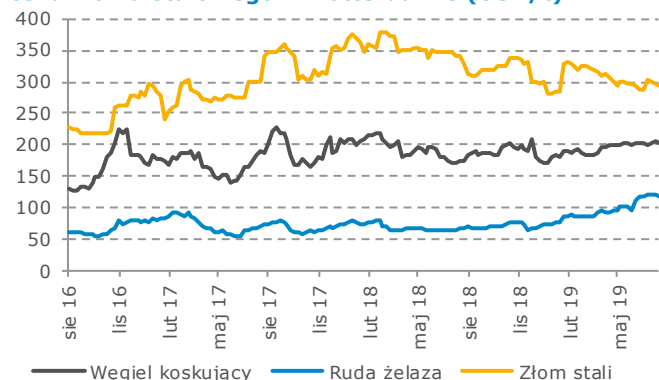
### Konsumpcja miedzi w Azji i Europie (tys. ton)



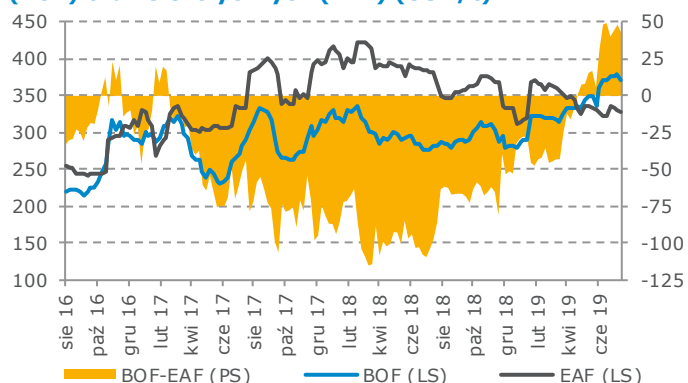
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Surowce (stal)

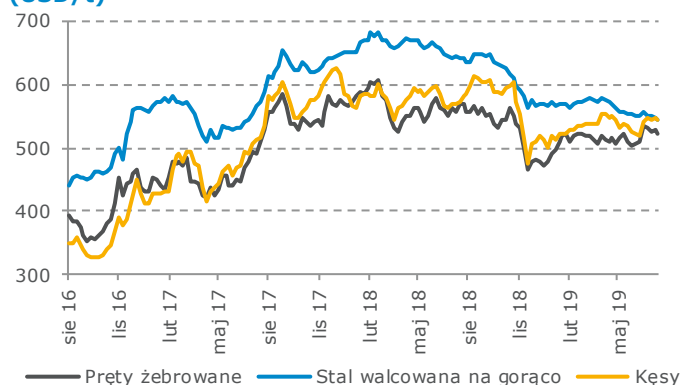
**Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)**



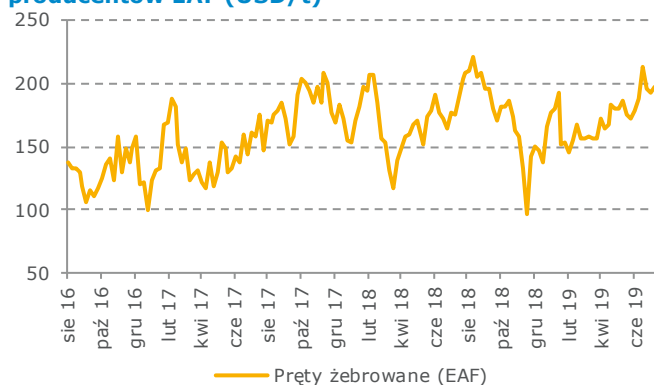
**Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)**



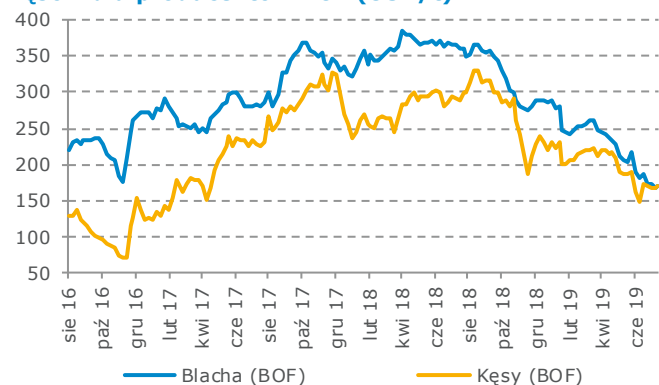
**Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)**



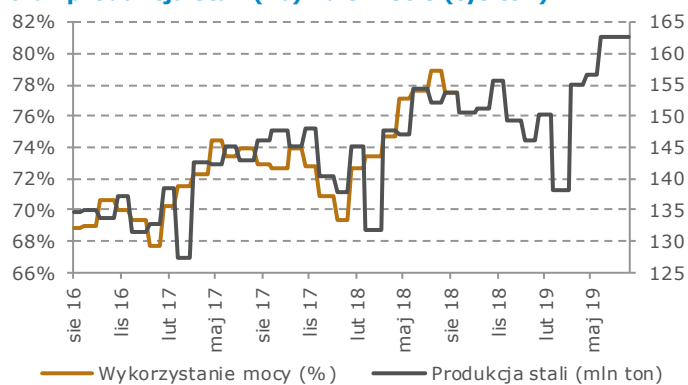
**Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)**



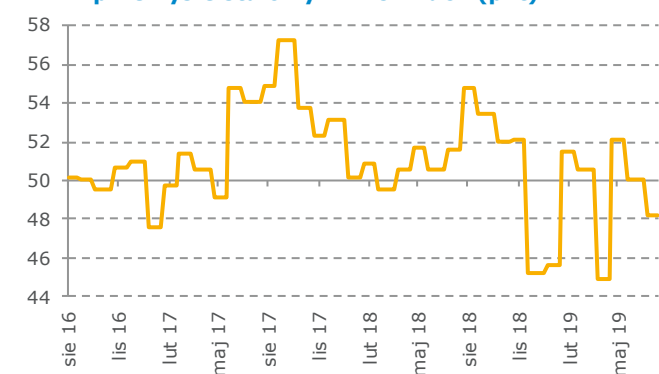
**Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)**



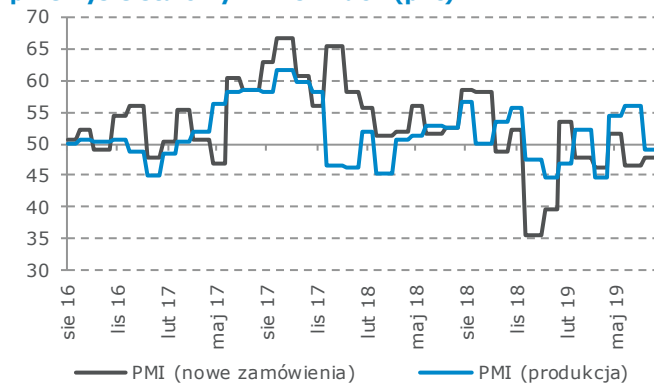
**Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)**



**PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)**



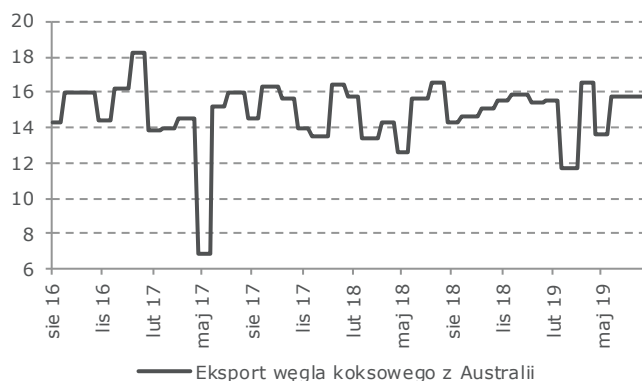
**PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)**



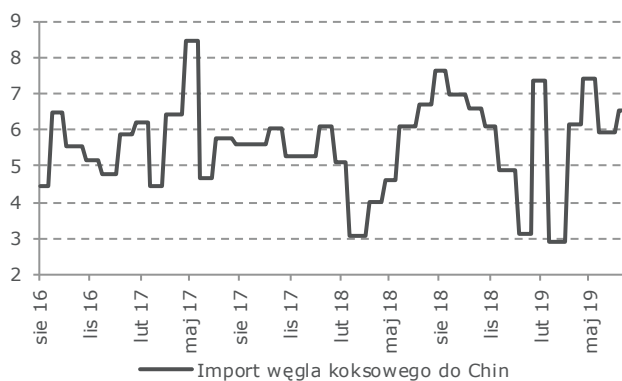
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Surowce (stal)

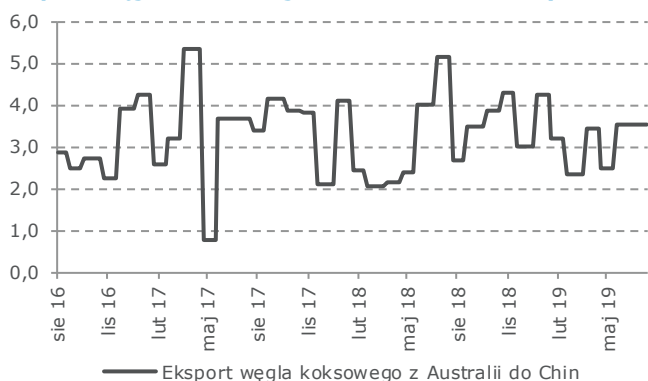
**Eksport węgla kokсового z Australii (mln ton)**



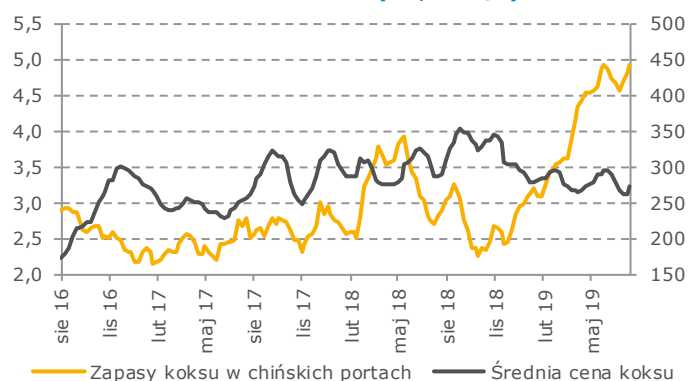
**Import węgla kokсового do Chin (mln ton)**



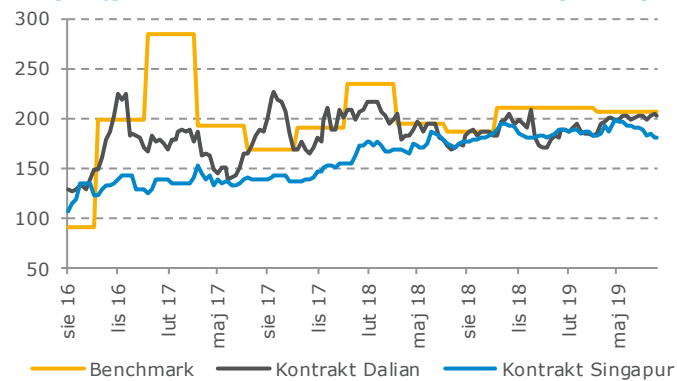
**Eksport węgla kokсового z Australii do Chin (mln ton)**



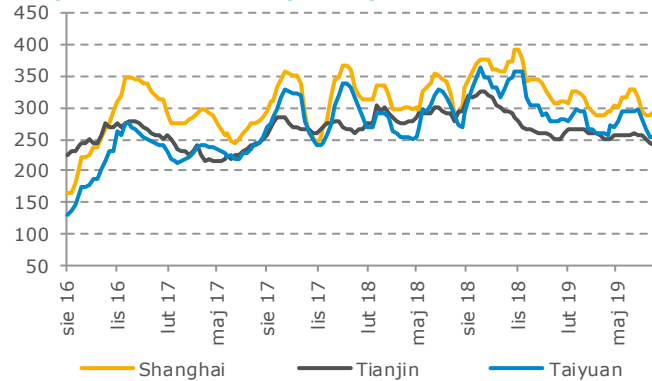
**Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)**



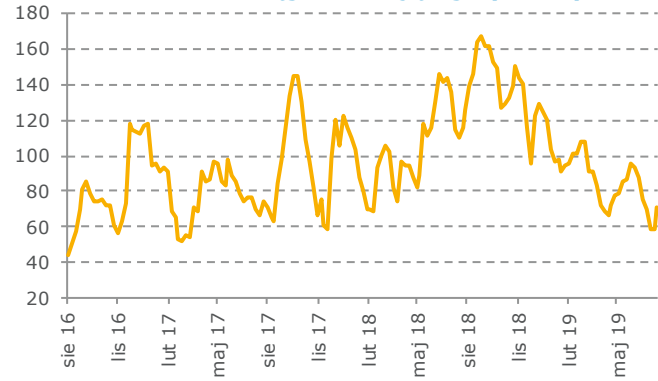
**Ceny węgla kok. w Chinach oraz benchmark (USD/t)**



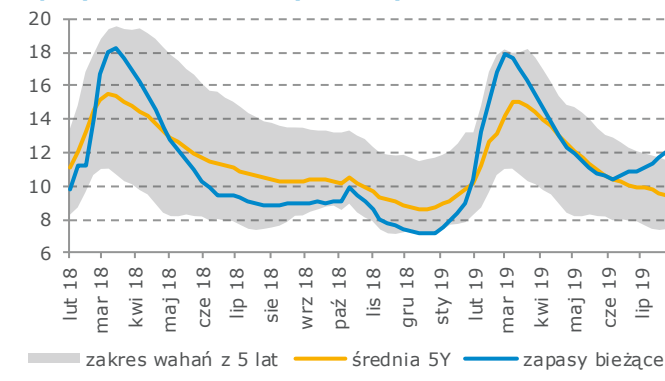
**Ceny koksu w Chinach (USD/t)**



**Różnica cen koksu i węgla kokującego (USD/t)**



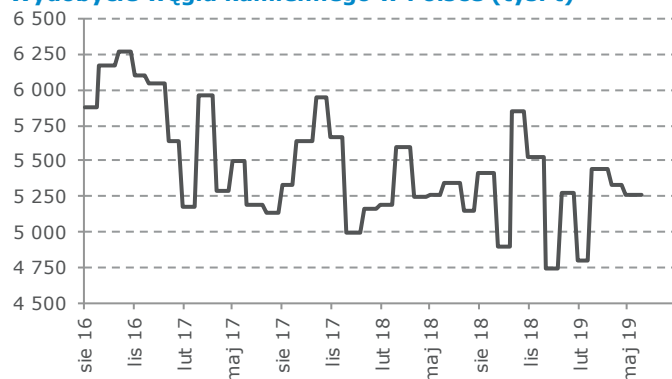
**Zapasy stali w Chinach (mln ton)**



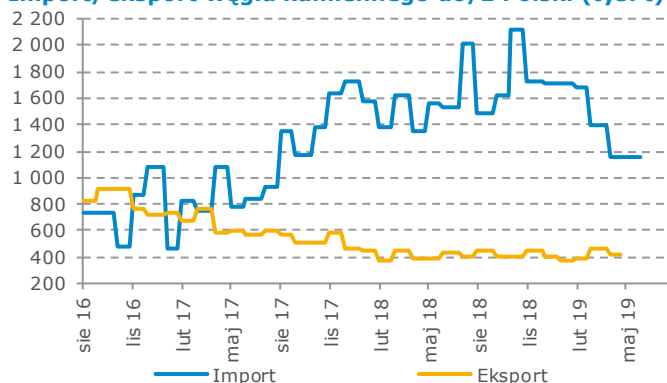
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Węgiel energetyczny

Wydobycie węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



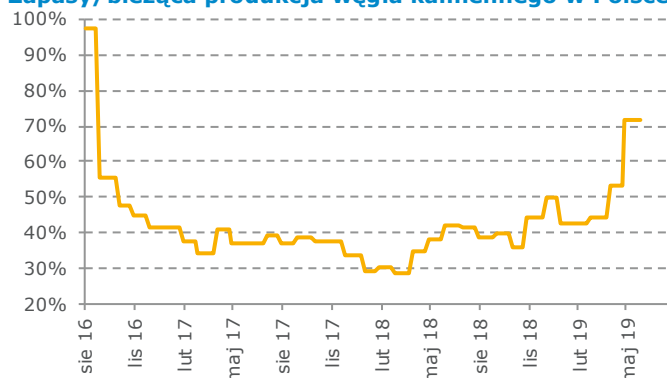
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



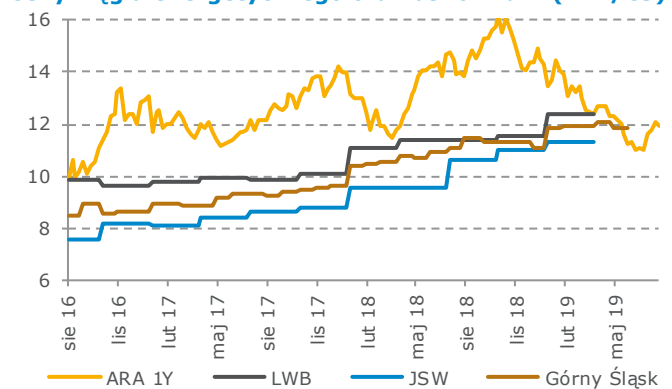
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



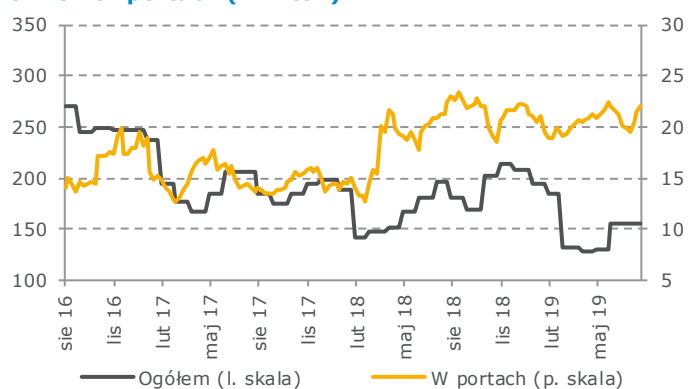
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



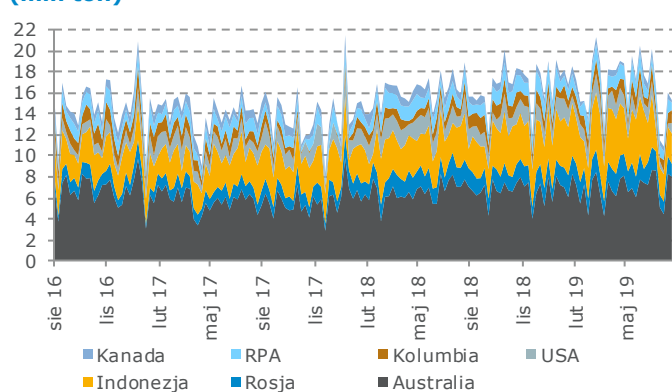
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



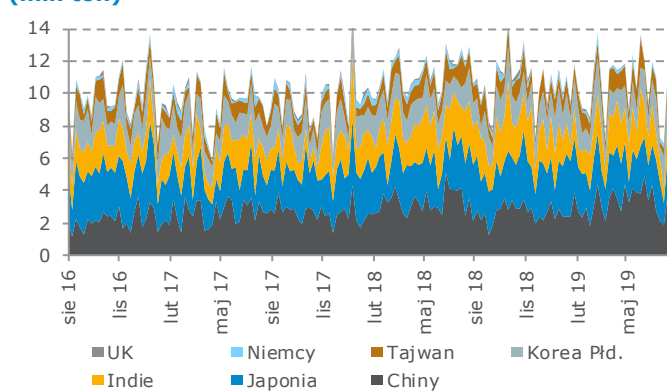
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



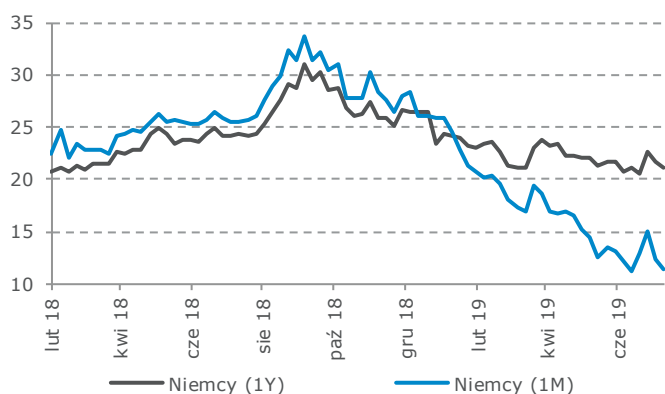
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



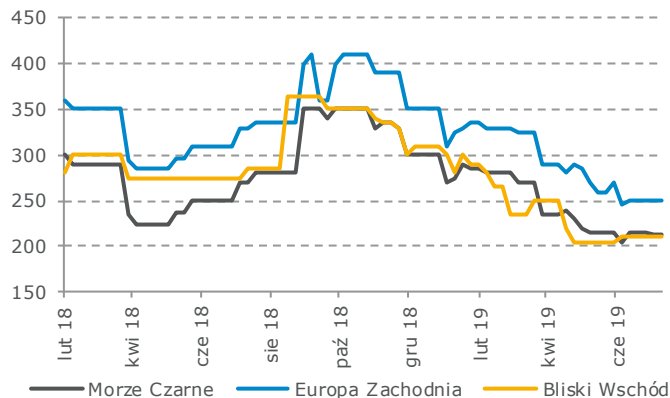
Źródło: Bloomberg, ARP, Eurostat, Dom Maklerski mBanku

## Nawozy

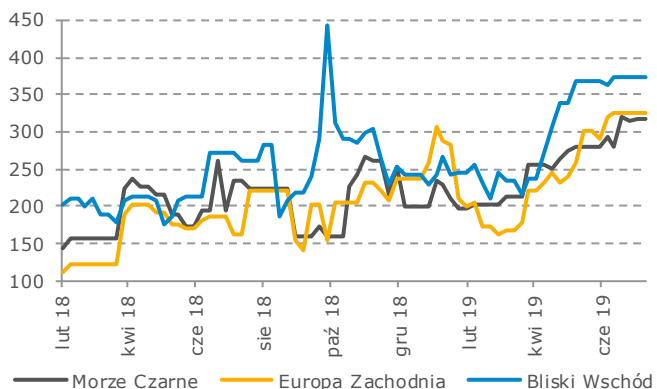
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



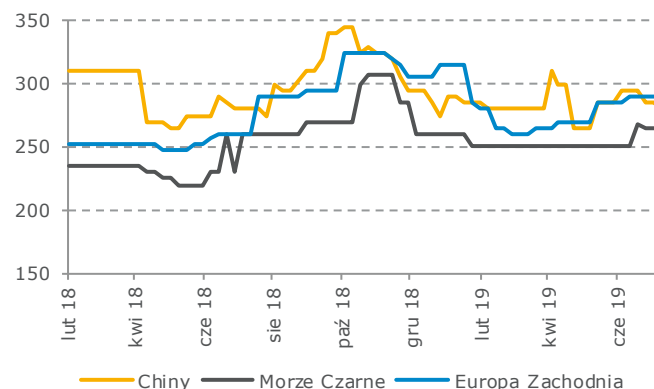
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



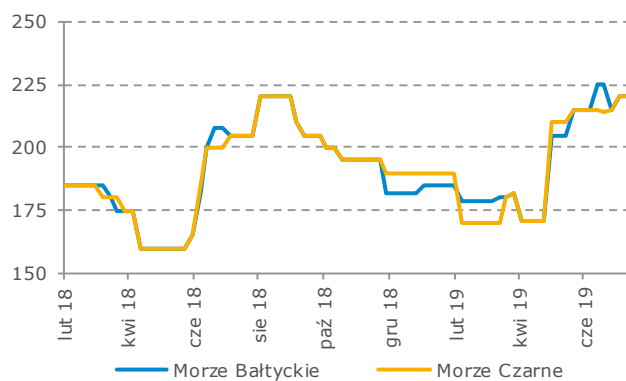
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



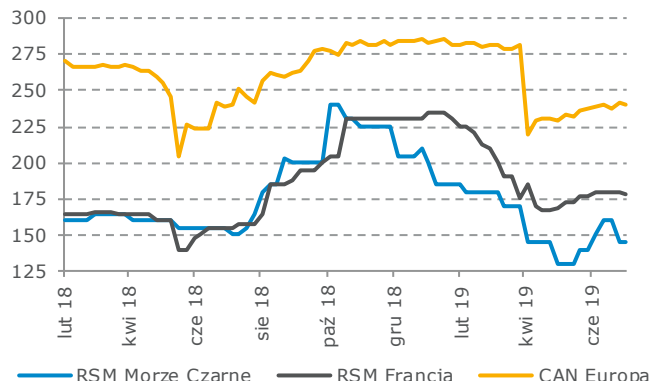
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



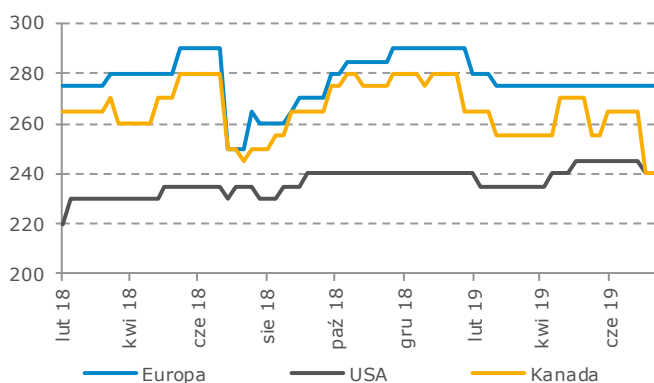
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



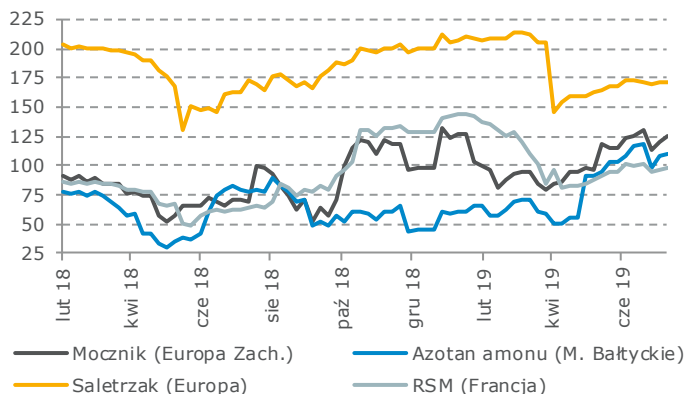
Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



Ceny siarczanu amonu (AS) na świecie (USD/t)



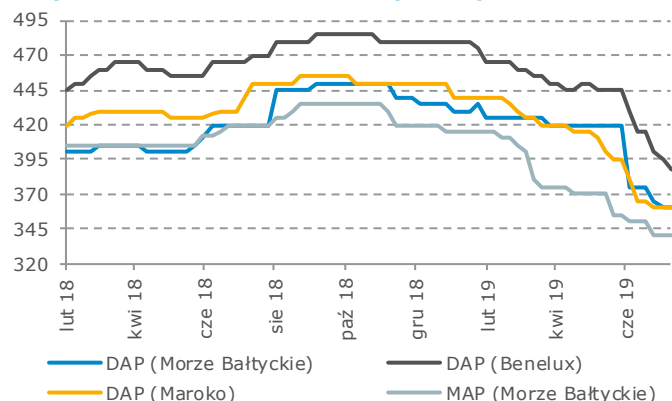
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



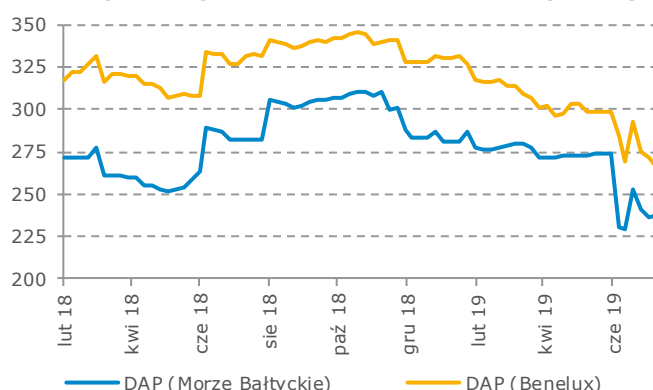
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Nawozy

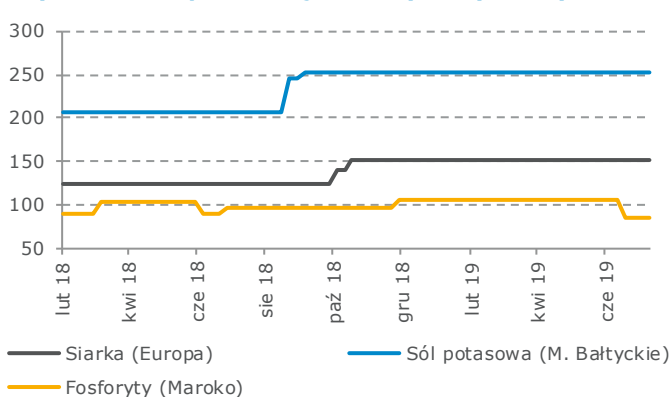
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



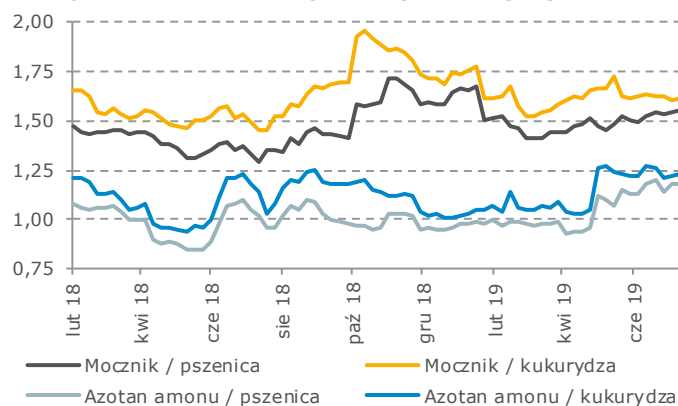
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



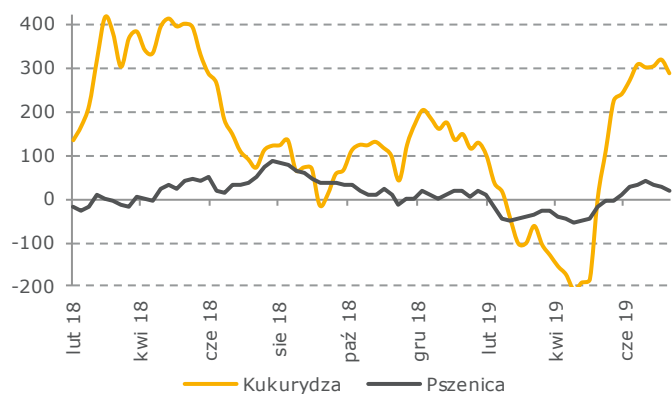
Ceny siarki, soli potasowej i fosforu (USD/t)



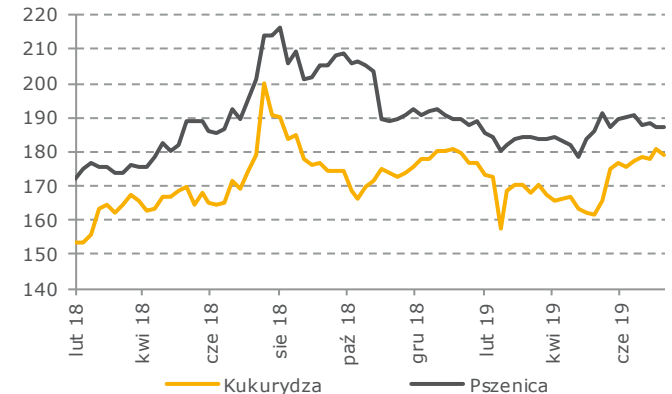
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



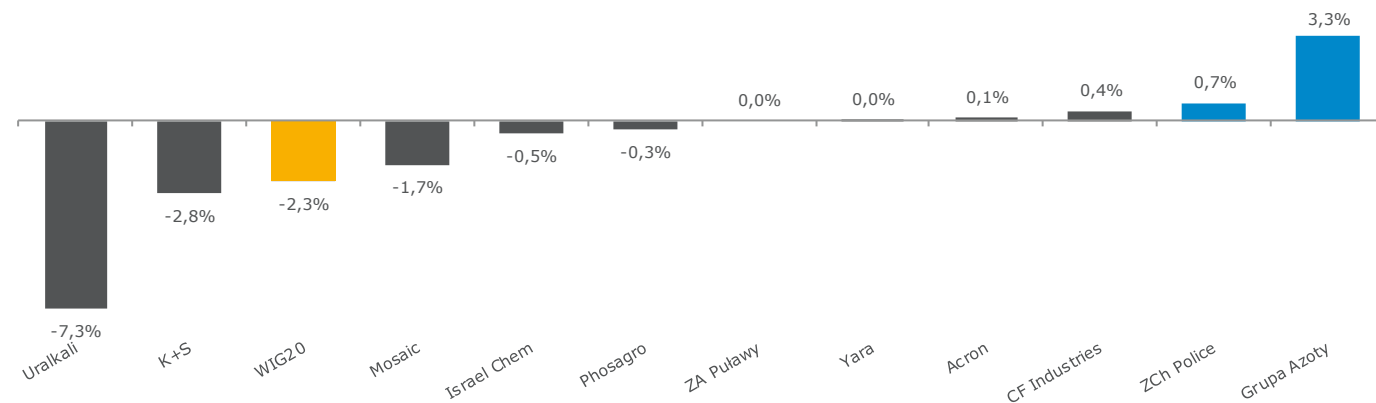
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



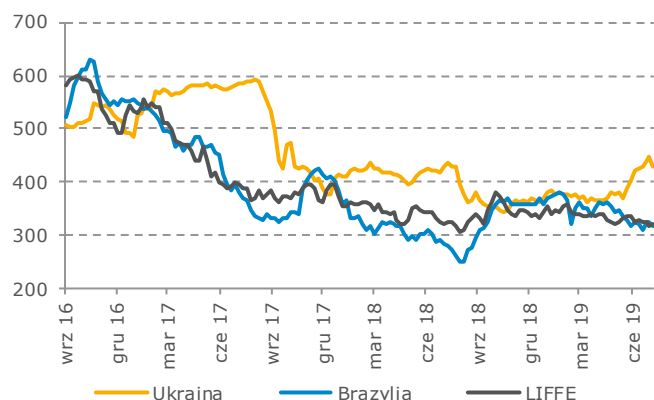
Tygodniowy performance producentów nawozów



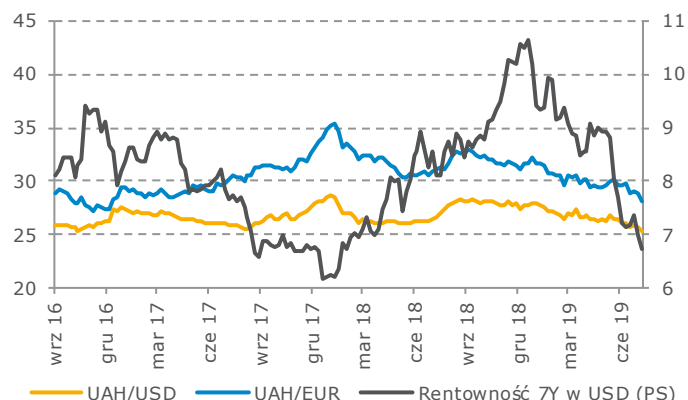
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Rynek spożywczy

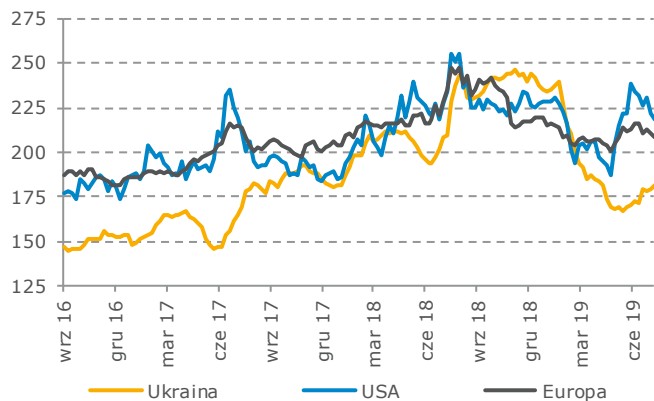
### Cena cukru (USD/Mt)



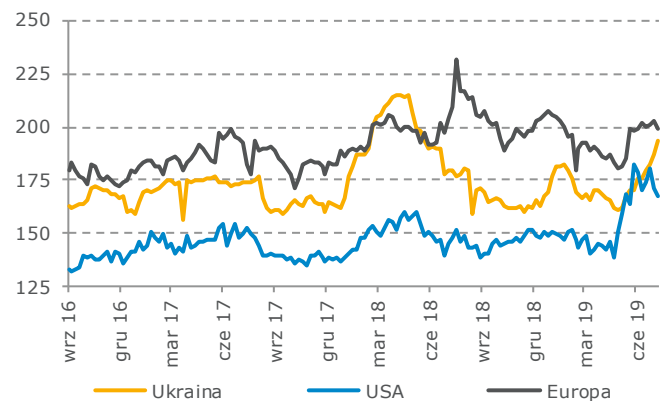
### Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 7Y



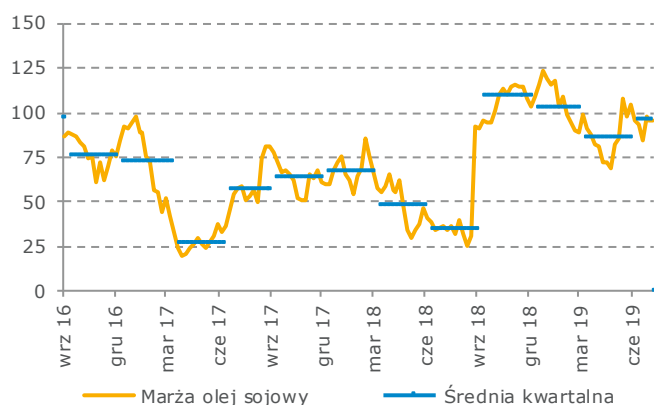
### Cena pszenicy (USD/Mt)



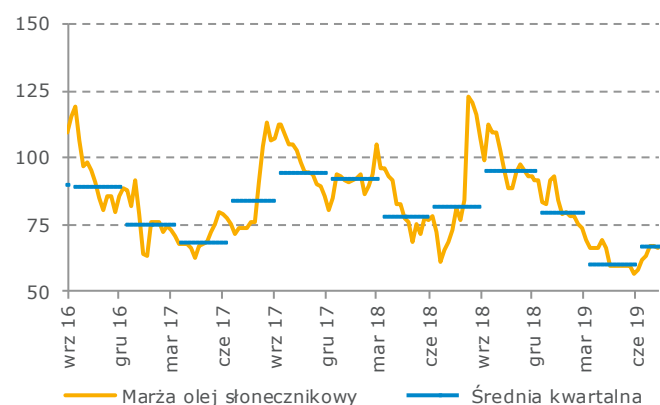
### Cena kukurydzy (USD/Mt)



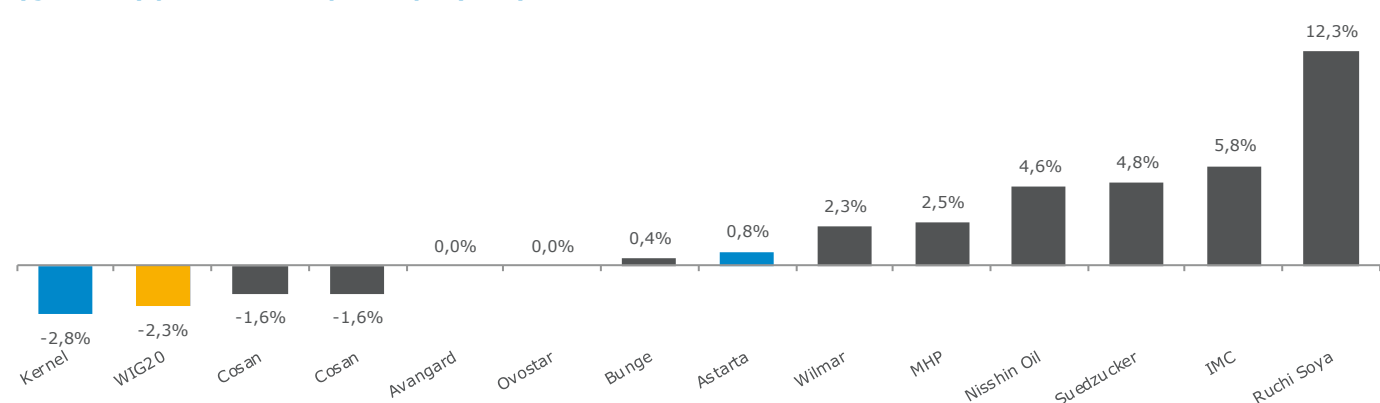
### Marża modelowa na soi (USD/Mt)



### Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



## Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

### Wycena spółek energetycznych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>SPÓŁKI ENERGETYCZNE</b>																
CEZ	524,0	7,5	6,9	6,8	2,1	1,9	1,8	15,6	13,6	13,7	29%	28%	27%	4,6%	5,8%	6,6%
Enea	8,3	3,2	3,0	2,7	0,6	0,6	0,6	3,1	2,9	2,3	20%	19%	22%	0,0%	0,0%	3,5%
Energa	7,4	3,9	4,2	4,4	0,7	0,7	0,8	4,2	4,7	4,6	18%	17%	18%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	8,9	3,4	3,5	2,6	0,7	0,6	0,6	5,4	6,1	4,2	21%	18%	22%	0,0%	4,6%	4,1%
Tauron	1,6	4,1	3,6	3,2	0,7	0,6	0,6	2,5	2,3	2,0	17%	17%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	7,1	1,8	1,8	1,4	0,2	0,2	0,2	3,5	4,3	2,0	12%	12%	15%	11,3%	11,3%	17,0%
EDF	11,3	4,5	4,1	4,0	1,0	1,0	1,0	16,5	12,6	11,3	23%	24%	24%	2,9%	3,8%	4,1%
EDP	3,4	9,0	8,5	8,3	2,2	2,2	1,9	15,3	14,0	13,2	25%	25%	23%	5,6%	5,7%	5,9%
Endesa	22,6	8,0	7,8	7,7	1,4	1,4	1,3	15,7	15,4	14,9	18%	18%	18%	6,4%	6,5%	5,6%
Enel	6,2	7,6	7,3	7,0	1,7	1,7	1,6	13,3	12,3	11,6	22%	23%	23%	5,2%	5,7%	6,0%
EON	9,5	5,7	4,5	4,2	0,9	0,5	0,4	13,6	13,3	12,7	16%	11%	10%	4,9%	5,3%	5,6%
Fortum	21,2	14,4	13,1	12,5	4,4	4,2	4,1	15,8	14,3	13,0	30%	32%	33%	5,2%	5,2%	5,2%
Iberdola	8,6	9,4	8,8	8,3	2,5	2,4	2,3	16,5	15,4	14,5	27%	27%	28%	4,3%	4,6%	4,9%
National Grid	8,6	12,5	10,5	10,0	3,7	3,6	3,5	19,2	14,7	13,9	30%	34%	35%	5,4%	5,7%	5,9%
Red Electrica	17,2	9,5	9,7	9,8	7,4	7,6	7,5	13,0	13,8	14,1	78%	78%	77%	6,1%	6,0%	5,9%
RWE	24,4	12,7	6,4	5,7	1,5	1,2	1,2	24,0	14,0	10,4	12%	19%	21%	3,3%	3,9%	4,4%
SSE	11,1	9,3	9,9	9,2	0,8	1,3	1,3	8,0	12,3	10,7	9%	13%	14%	8,8%	7,2%	7,4%
Verbund	50,4	16,8	13,8	13,2	6,2	5,7	5,5	31,7	24,1	22,8	37%	41%	42%	1,4%	1,9%	2,2%
<b>Mediana</b>		<b>7,8</b>	<b>7,1</b>	<b>6,9</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>14,5</b>	<b>13,4</b>	<b>12,1</b>	<b>22%</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>4,7%</b>	<b>5,2%</b>	<b>5,4%</b>

### Wycena spółek rafineryjnych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>SPÓŁKI RAFINERYJNE</b>																
Lotos	86,50	7,1	6,0	5,1	0,7	0,6	0,6	14,2	13,1	12,1	9%	10%	12%	3,5%	2,1%	2,3%
MOL	3024,00	4,9	4,1	3,8	0,6	0,6	0,6	15,0	9,7	8,8	13%	14%	15%	4,7%	5,0%	5,3%
PKN Orlen	96,66	6,1	6,2	5,6	0,5	0,4	0,4	11,5	12,9	11,9	7%	7%	7%	3,6%	3,1%	3,1%
Hellenic Petroleum	9,55	6,6	5,5	5,8	0,5	0,5	0,5	11,2	7,3	7,5	8%	9%	9%	5,6%	5,9%	5,9%
HollyFrontier	49,58	6,6	6,3	6,6	0,7	0,7	0,7	10,7	9,2	10,4	10%	11%	10%	2,7%	2,8%	2,8%
Marathon Petroleum	56,16	7,6	6,0	5,9	0,6	0,6	0,6	12,6	7,3	7,4	8%	10%	10%	3,8%	4,2%	4,7%
Motor Oil	22,72	5,3	4,8	5,2	0,3	0,3	0,3	8,3	7,3	8,0	6%	7%	7%	5,9%	6,2%	6,6%
Neste Oil	28,98	11,2	10,3	9,8	1,5	1,5	1,4	17,5	15,5	14,8	13%	15%	14%	3,0%	3,4%	3,6%
OMV	43,54	4,0	3,7	3,6	1,0	1,0	1,0	8,8	7,6	7,4	24%	26%	27%	4,3%	5,0%	5,3%
Phillips 66	102,81	8,3	7,0	7,4	0,6	0,5	0,5	13,0	9,8	10,5	7%	7%	7%	3,4%	3,6%	4,0%
Saras	1,45	3,7	2,3	3,2	0,1	0,1	0,1	12,4	4,8	8,2	4%	6%	4%	5,1%	9,5%	6,6%
Tesoro	153,50	8,1	7,0	8,2	0,7	0,7	-	12,3	9,6	14,1	9%	10%	-	1,7%	1,8%	1,6%
Tupras	136,60	6,8	4,8	4,5	0,4	0,4	0,4	10,8	5,9	5,4	7%	8%	8%	8,4%	14,3%	15,7%
Valero Energy	84,03	7,6	5,4	5,8	0,4	0,4	0,4	15,0	8,5	9,0	5%	7%	7%	4,3%	4,7%	4,9%
<b>Mediana</b>		<b>6,7</b>	<b>5,7</b>	<b>5,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>12,3</b>	<b>8,8</b>	<b>8,9</b>	<b>8%</b>	<b>10%</b>	<b>9%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,8%</b>

### Wycena spółek petrochemicznych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>SPÓŁKI PETROCHEMICZNE</b>																
PKN Orlen	96,66	6,1	6,2	5,6	0,5	0,4	0,4	11,5	12,9	11,9	7%	7%	7%	3,6%	3,1%	3,1%
Axiall	67,30	7,8	6,4	6,2	1,4	1,3	1,3	15,7	10,3	10,2	18%	21%	21%	1,5%	1,6%	1,7%
Braskem	34,14	6,2	5,8	5,0	1,0	1,0	0,9	15,9	12,1	8,7	16%	17%	18%	4,3%	3,0%	4,2%
Eastman Chemical	77,04	7,9	7,5	7,3	1,8	1,7	1,7	9,9	8,9	8,0	22%	23%	23%	3,1%	3,3%	3,7%
Huntsman Corp	20,10	6,0	5,4	5,2	0,8	0,8	0,8	7,8	6,5	5,9	14%	15%	15%	3,3%	3,4%	3,6%
Lotte Chemicals	232 500	4,3	3,7	3,5	0,6	0,5	0,5	6,8	5,7	5,4	13%	15%	15%	4,4%	4,9%	4,9%
LyondellBasell	83,87	6,2	5,5	5,6	1,0	1,0	1,0	8,1	6,8	6,7	17%	18%	17%	5,1%	5,4%	5,6%
Mitsubishi Chemical	726,90	7,3	6,6	6,3	0,9	0,9	0,8	6,1	6,6	6,2	12%	13%	13%	5,5%	5,4%	5,5%
Mitsui Chemicals	2439,00	6,7	6,5	6,1	0,6	0,6	0,6	6,3	6,9	6,4	10%	10%	10%	4,1%	4,1%	4,3%
Westlake Chemical	67,30	7,8	6,4	6,2	1,4	1,3	1,3	15,7	10,3	10,2	18%	21%	21%	1,5%	1,6%	1,7%
<b>Mediana</b>		<b>6,5</b>	<b>6,3</b>	<b>5,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>9,0</b>	<b>7,9</b>	<b>7,3</b>	<b>15%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>3,9%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,9%</b>

Źródło: Dom Maklerski mBanku dla spółek polskich, Bloomberg dla spółek zagranicznych oraz polskich oznaczonych gwiazdka





**Wycena spółek nawozowych**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>SPÓŁKI NAWOZOWE</b>																
Grupa Azoty	45,70	5,0	7,9	9,0	0,6	0,7	0,8	8,2	20,8	20,9	13%	9%	9%	0,0%	0,0%	1,4%
ZA Police*	14,60	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Acron	4656,00	8,0	7,4	7,2	2,6	2,4	2,3	9,5	8,9	8,5	33%	33%	32%	7,1%	7,2%	7,5%
CF Industries	47,52	10,5	9,3	8,8	3,8	3,6	3,5	24,3	17,6	14,6	36%	39%	40%	2,5%	2,6%	2,6%
Israel Chemicals	18,20	7,8	7,4	7,3	1,7	1,6	1,5	13,1	12,0	11,5	21%	21%	21%	3,8%	4,1%	4,2%
K+S	14,63	7,5	6,6	6,1	1,4	1,4	1,3	12,5	9,5	8,1	19%	21%	22%	2,9%	4,1%	4,8%
Phosagro	2366,00	5,8	5,4	5,1	1,8	1,7	1,6	10,6	10,8	8,7	31%	32%	32%	4,8%	5,1%	6,0%
The Mosaic Company	23,84	7,1	6,1	5,7	1,4	1,4	1,3	15,3	10,5	9,0	20%	23%	23%	0,8%	0,9%	1,2%
Yara International	415,00	8,0	6,9	6,5	1,3	1,2	1,2	14,6	11,8	10,8	16%	17%	18%	2,8%	4,3%	4,8%
<b>Mediana</b>		<b>7,7</b>	<b>7,2</b>	<b>6,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>12,8</b>	<b>11,3</b>	<b>9,9</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>23%</b>	<b>2,9%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,5%</b>

**Wycena spółek spożywczych**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>SPÓŁKI SPOŻYWCZE</b>																
Astarta*	23,90	6,1	5,1	4,0	1,1	0,9	0,8	-	12,7	12,7	18%	19%	21%	-	-	-
Kemel	48,60	5,7	4,9	4,1	0,6	0,4	0,4	5,7	5,5	4,6	10%	9%	9%	1,9%	7,4%	9,5%
Agrana Beteiligungs	17,48	10,7	8,8	7,7	0,7	0,6	0,6	42,6	19,4	14,0	6%	7%	8%	5,7%	5,7%	5,7%
Bunge Limited	56,58	10,0	9,2	8,6	0,3	0,3	0,3	19,9	14,6	12,6	3%	4%	4%	3,6%	3,9%	4,3%
Cosan	49,30	5,2	4,7	4,5	0,4	0,4	0,4	13,0	11,0	10,6	8%	9%	9%	2,0%	4,6%	3,9%
MHP	10,25	5,4	5,0	4,4	1,4	1,3	1,4	6,0	4,5	4,2	26%	26%	31%	7,3%	7,3%	7,3%
Nisshin Oillio	3200,00	7,6	8,0	7,5	0,4	0,4	0,4	12,1	14,8	13,8	6%	6%	6%	2,5%	2,5%	2,5%
Suedzucker	14,16	-	11,9	7,0	0,8	0,8	0,7	-	-	14,6	-	6%	10%	1,4%	1,4%	2,1%
Wilmar Int.	4,01	14,3	13,2	12,6	0,8	0,8	0,7	14,5	13,2	12,5	6%	6%	6%	2,8%	2,9%	3,1%
<b>Mediana</b>		<b>6,9</b>	<b>8,0</b>	<b>7,0</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>13,0</b>	<b>12,9</b>	<b>12,6</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>9%</b>	<b>2,6%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,1%</b>

Źródło: Dom Maklerski mBanku dla spółek polskich, Bloomberg dla spółek zagranicznych oraz polskich oznaczonych gwiazdką

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)  
**EBIT** – zysk operacyjny  
**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
**BOOK VALUE** – wartość księgowa  
**WNDB** – wynik na działalności bankowej  
**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją  
**MC/S** – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży  
**EBIT/EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej  
**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję  
**ROE** – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych  
**P/BV** – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję  
**Dług netto** – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent  
**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży

**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku  
**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku  
**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:**

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%  
**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%  
**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%  
**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%  
**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%  
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: [https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw)

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego *Przeglądu miesięcznego* przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: ABC Data, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millemium, Bank Pekao, BGŻ BNP Paribas, BoomBIT, Boryszew, Capital Park, CD Projekt, CI Games, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Managata, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PEKABEX, PGE, PGNiG, PKO BP, Polenergia, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Prime Car Management, Primetech, Prochem, Projprez, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplup, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiac Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnyty, Tarczyński, TOYA, Trakcja, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zmianę akcji: ABC Data, BoomBIT, Centrum Nowoczesnych Technologii, CI Games, Globalworth Poland, Orbis, Polenergia, Prime Car Management, Primetech.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: [http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl)

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

**Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

## Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18  
00-082 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

### Departament Analiz

**Kamil Kliszczyk**  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.kliszczyk@mbank.pl](mailto:kamil.kliszczyk@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

**Michał Marczak**  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

**Michał Konarski**  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

**Jakub Szkopek**  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

**Paweł Szpigiel**  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

**Piotr Bogusz**  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel, gaming

**Aleksandra Szklarczyk**  
+48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

**Piotr Poniatowski**  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
przemysł

**Mikołaj Lemańczyk**  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
finanse

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

**Piotr Gawron**  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

**Krzysztof Bodek**  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

**Tomasz Jakubiec**  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

**Jędrzej Łukomski**  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

**Adam Prokop**  
+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

**Andrzej Sychowski**  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

**Tomasz Galanciak**  
+48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

**Magdalena Bernacik**  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

#### Sprzedaż rynki zagraniczne

**Marzena Łempicka-Wilim**  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka@mbank.pl)

**Bartosz Orzechowski**  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

### Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

**Kamil Szymański**  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

**Jarosław Banasiak**  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)